

O IMPACTO DA SATISFAÇÃO DO CLIENTE NO MERCADO DE CAPITAIS – SECTOR BANCÁRIO

Ana Sofia Duarte Fortunato

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de
Informação

NOVA Information Management School

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

O IMPACTO DA SATISFAÇÃO DO CLIENTE NO MERCADO DE CAPITAIS – SECTOR BANCÁRIO

por

Ana Sofia Duarte Fortunato

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, Especialização em Marketing Research e CRM

Orientador: Prof. Dr. Pedro Simões Coelho

Dezembro/2015

AGRADECIMENTOS

Este espaço é dedicado àqueles que, de alguma forma, contribuíram para que esta etapa fosse concluída.

Em primeiro lugar, ao meu orientador, Professor Doutor Pedro Simões Coelho, pelas ideias e debates fundamentais e enriquecedores do trabalho, assim como pela confiança depositada, pela informação facultada, sem a qual teria sido impossível realizar este trabalho. O apoio, a disponibilidade e o incentivo contribuíram decisivamente para a conclusão deste trabalho.

Depois um agradecimento eterno à minha mãe, pelo incentivo permanente, pela força e por insistir sempre, mesmo quando desistir parece o caminho mais fácil. Ao meu pai por me ter guiado em tudo na vida e à minha irmã pela compreensão.

Agradeço à Carla pelas opiniões, comentários, pelas leituras críticas e por ouvir os meus infinitos desabafos.

Agradeço ao Pedro a ajuda preciosa na obtenção dos dados, ao Rui pela penosa tarefa de edição e à Paula pela revisão crítica e construtiva. A todos agradeço a paciência e amizade.

RESUMO

Vários estudos têm reconhecido o impacto dos activos intangíveis, como o valor da marca, a satisfação e lealdade do cliente, etc., na performance financeira das empresas, sobretudo em contextos sectoriais muito competitivos. É por isso natural que o mundo corporativo dedique cada vez mais importância à satisfação dos clientes e invista avultadas quantias nos factores considerados determinantes no aumento da satisfação.

No entanto, numa altura em que o sector empresarial é confrontado com a necessidade de reduzir os custos, a eficácia destes investimentos tem vindo a ser questionada, tornando cada vez mais pertinente quantificar de que forma os investimentos realizados na melhoria da satisfação se traduzem, de facto, em receitas para a empresa.

Circunscrevemos a análise a apenas um sector de actividade – sector bancário nacional, e correlacionámos os índices de satisfação de 4 instituições bancárias com a variabilidade do preço das suas acções em bolsa, para a década 2004-2014. Aplicaram-se modelos de regressão linear simples e múltipla para perceber se:

- a) É possível estabelecer uma relação de causa-efeito entre as variações dos bancos nos índices de satisfação e a oscilação do preço das suas acções no PSI20;
- b) Existem diferenças na relação de causalidade para cada banco individualmente;
- c) É possível identificar o efeito moderador de outra(s) variáveis na relação entre satisfação e cotação das acções;

Foi testada outra variável para representar o cenário macroeconómico dos bancos: a média global do índice PSI20. Isoladamente, a satisfação dos clientes não demonstra qualquer efeito na variação do preço das acções, no entanto quando associada ao PSI20 mostrou-se estatisticamente significativa em 2 bancos.

PALAVRAS-CHAVE

Satisfação do cliente; Lealdade do cliente; Índice de Satisfação; ACSI; ECSI; Retorno do Investimento; Mercado de capitais; Valorização de mercado

ABSTRACT

Several studies have recognized the impact of intangible assets in companies' financial performance, especially in the most competitive industries. Is therefore reasonable the increasing budget shares that companies dedicate to the customer satisfaction indicators.

However, in recent years, economic and financial constraints have questioned the effectiveness of these investments and many studies emerged seeking to measure and quantifying the impact of those investments in the company's revenues.

The analysis was circumscribed to the domestic banking sector and correlated satisfaction ratings of four banks with the price variability of its stock market shares, for the decade 2004-2014.

We applied simple and multiple linear regression models to see if:

- a) It is possible to establish a causal relationship between variations in satisfaction rates and the fluctuations of the stock market shares;
- b) A causal relationship is proven to exist, how does it vary across different banks;
- c) Is possible to identify other variables with moderating effect (s) in the relationship between satisfaction and the share price;

We used another variable to represent the macroeconomic scenario: a global average PSI20 index. Customer satisfaction *per se* showed no effect on the price movement of the shares, however when combined with the PSI20 index was statistically significant for two banks of our sample.

KEYWORDS

Customer Satisfaction; Customer Loyalty; Satisfaction Index; ACSI; ECSI; Return on Investment; Stock market; Stock returns; Market value

Índice

1. Introdução.....	1
1.1. Âmbito e objectivo geral	2
1.2. Objectivos específicos	3
1.3. Estrutura do documento	4
2. A satisfação dos clientes	5
2.1 A importância de medir a satisfação	6
2.2 Satisfação, Retenção e Lealdade	9
2.3 Condicionantes do impacto da satisfação	12
2.4 Satisfação e qualidade.....	14
2.5 O valor do cliente	15
3. Medir a satisfação.....	17
3.1 Os índices de satisfação.....	18
3.2 O American Customer Satisfaction Index - ACSI	19
3.3 O European Customer Satisfaction Index - ECSI.....	22
3.4 ECSI Portugal	24
4. Enquadramento económico.....	29
4.1 O sector financeiro e o mercado bancário português.....	30
4.1.1 Evolução cronológica	31
4.2 O mercado de capitais em Portugal	34
5. satisfação do cliente e o mercado de capitais	37
5.1 O impacto da satisfação na variação do preço das acções	40
5.2 Satisfação e recomendações dos analistas	42
5.3 O retorno e o risco	44
5.4 O sentimento dos investidores	46
5.5 Impacto da satisfação versus impacto do ACSI.....	47
5.6 Enquadramento metodológico	48
5.7 O ACSI não influencia o Mercado de Capitais	50
6. Metodologia e dados necessários.....	57
6.1 Descrição dos dados.....	57
6.2 Dados PSI20.....	58
6.2.1 Estatísticas descritivas	58
6.3 Dados ECSI	64
6.3.1 População alvo e amostra.....	64
6.3.2 Método de estimação.....	65
6.3.3 Estatísticas descritivas	65
7. Testes estatísticos	69

7.1 Regressão linear simples	71
7.2 Regressão linear múltipla	75
8. Resultados e discussão.....	81
9. Conclusões	83
10.Limitações e Recomendações para Trabalhos Futuros.....	85
11.Bibliografia	87

Índice de figuras

Figura 1 - - Cadeia causal de acontecimentos, adaptado de: Putting the Service-Profit Chain to Work, 1994 - James L. Heskett, Thomas O. Jones, Gary W. Loveman, W. Earl Sasser, Jr., Leonard A. Schlesinger	8
Figura 2 - Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable, adaptado de: Rust, R. T.; Zahorik, A.J. & Keiningham, T.L. (1995).....	15
Figura 3 - Modelo de equações ACSI. Fonte ACSI website.....	20
Figura 4 - Modelo de equações ECSI Portugal. Fonte ECSI Portugal.....	23
Figura 5 - Modelo ECSI Portugal - Indicadores associados às variáveis latentes. Fonte ECSI Portugal	26
Figura 6 - Modelo conceptual da relação entre satisfação e valor dos accionistas, adaptado de: Matzler Stahl 2000 em Singh, Pattanayak (2014)	41
Figura 7 – Esquema para o teste de regressão linear	72
Figura 8 - Diagramas de dispersão	73
Figura 9 - Esquema para o teste da regressão linear múltipla	75

Índice de tabelas

Tabela 1 - Indicadores macroeconómicos. Fonte INE/Pordata.....	30
Tabela 2 - Evolução do número de empregados bancários (2005 - 2012)	31
Tabela 3 - Diferenças entre os 2 estudos	52
Tabela 4 - Estatísticas descritivas bancos.....	59
Tabela 5 - Estatísticas descritivas PSI20	59
Tabela 6 - Taxas de variação anuais (em %).....	61
Tabela 7 - Variação média anual em 3 períodos	62
Tabela 8 - Taxas de variação face a 2003 (em %).....	63
Tabela 9 - Correlação de Pearson.....	69
Tabela 10 - Parâmetros de ajustamento da Regressão	69
Tabela 11 - Correlação de Pearson	71
Tabela 12 - Estatísticas aos resíduos	73
Tabela 13 - Parâmetros de ajustamento da Regressão	74
Tabela 14 - Parâmetros de ajustamento da Regressão	75
Tabela 15 - Ganhos explicativos do modelo.....	76
Tabela 16 - Estatísticas do modelo de Regressão	76
Tabela 17 - Parâmetros de ajustamento da Regressão	79
Tabela 18 - Estatísticas do modelo de Regressão	79

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Médias anuais da cotação dos bancos (euros).....	60
Gráfico 2- Variações anuais (em %).....	61
Gráfico 3 - Variação média anual em 3 períodos.....	62
Gráfico 4 - Taxas de variação face a 2003 (em %).....	64
Gráfico 5 - Médias nas variáveis da satisfação.....	66
Gráfico 6 – Médias nas variáveis da lealdade.....	66
Gráfico 7 - Médias anuais variáveis Satisfação.....	67
Gráfico 8 - Médias anuais das variáveis Lealdade.....	67
Gráfico 9 - Médias anuais bancos.....	68

Lista de acrónimos e Glossário de Termos

ACSI – American Customer Satisfaction Index. Índice de satisfação Norte-Americano.

Book-to-market (rácio) – valor contabilístico dos capitais próprios. Diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor contabilístico. O valor de mercado é obtido pelo produto das acções em circulação. O valor contabilístico é o que resta depois de a empresa pagar tudo o que deve através da venda ou entrega dos seus activos. Maior que 1 a acção está subvalorizada, menor que 1 a acção está sobrevalorizada.

Cashflow líquido – (fluxo de caixa) representa a diferença entre entradas e saídas de dinheiro de uma empresa durante determinado período de tempo. Calcula-se através da elaboração do Mapa de cashflow (demonstração dos fluxos de caixa, ou mapa de tesouraria) que permite identificar atempadamente situações graves de ruptura de tesouraria que podem levar à falência da empresa.

CAPM – Capital Asset Pricing Model – modelo que descreve a relação entre o risco e o retorno esperado. É usado para quantificar activos de risco.

(C)LVT – (Customer) Lifetime Value - métrica usada no marketing para estimar o valor do cliente durante toda a sua relação com a empresa, incluindo o lucro que presumivelmente irá gerar no futuro.

Customer equity – LTV dos clientes actuais e futuros. Valor da receita potencial futura gerada pelos clientes durante toda a sua relação com a empresa.

Cross-selling – sugestão ou venda de produtos relacionados/complementares àqueles que o cliente já consome ou pretende consumir.

Balança corrente - A balança corrente regista as exportações e as importações de bens e de serviços (balança comercial), os rendimentos de quem trabalha ou investe (rendimentos primários) e as transferências correntes como remessas de emigrantes (rendimentos secundários) que o país recebe e paga ao resto do mundo. O saldo da balança corrente mostra se o país está a conseguir reduzir o endividamento face ao exterior (saldo positivo ou excedente corrente) ou se está a agravar o endividamento externo (saldo negativo ou défice corrente).

Dívida corporativa – empréstimos contraídos pelas empresas para seu financiamento. As empresas são classificadas por agências que avaliam o seu risco e solidez e as taxas de juro são

cobradas em função dessas pontuações.

ECSI – European Customer Satisfaction Index. Índice de satisfação europeu.

Factor momentum - tendência para as acções manterem a direcção e comportamento actual. Acções que aumentaram os preços no passado tendem a aumentar ainda mais, e as que estão em queda continuam a cair. A teoria do mercado eficiente não explica este comportamento que alguns economistas justificam com enviesamentos provocados pela irracionalidade dos investidores.

Haircut - Reflete o risco percebido de perda do credor. Redução percentual do montante que será pago aos credores. O termo é usado para perdas financeiras dos investimentos. Fazer um haircut é aceitar receber menos do que é devido.

Inflação - aumento no nível geral de preços de bens e serviços. Quando há inflação numa economia, o valor do dinheiro diminui porque um determinado montante vai comprar menos bens e serviços. A taxa de inflação é a variação percentual do índice de preços durante um determinado período relativamente ao registado num período anterior.

Market based assets - activos intangíveis que surgem do relacionamento da empresa com entidades exteriores: o valor da marca, relacionamento com clientes, canais de distribuição, fornecedores e outros parceiros, são activos de mercado.

PIB - O produto interno bruto avalia o desempenho da economia. É a riqueza que um país consegue criar. Representa o resultado final da actividade de produção das unidades produtivas residentes: pessoas, empresas ou outras entidades públicas e privadas – como: o que se produz, o que se compra, o que se investe ou o que se exporta. Pode ser definido de três formas: Pela óptica da oferta ou da produção, considerando como a riqueza é criada; 2. Pela óptica do rendimento, considerando como é distribuída; 3. Pela óptica da procura ou da despesa, considerando como é gasta.

PSI20 - Portuguese Stock Index

RAI – resultados antes de impostos

RNB - Rendimento nacional bruto é o conjunto dos rendimentos obtidos pelos residentes do país em actividades produtivas. Inclui as remunerações dos trabalhadores, os lucros das empresas, os impostos sobre a produção e a importação, assim como os rendimentos de propriedade. Pode dizer-se que o rendimento nacional bruto do país é igual ao seu produto interno bruto (PIB) mais os rendimentos primários obtidos no resto do mundo menos os

rendimentos primários pagos ao resto do mundo.

Retorno normal e adicional - o retorno normal é aquele esperado sem a condição de que determinado evento ocorra. O retorno adicional é aquele observado *ex post* de uma acção menos o retorno esperado

ROE – Return On Equity – ou rendibilidade dos capitais próprios, é um rácio financeiro que mede o retorno do capital empregue pelo accionista (capital próprio). Indica a capacidade de uma empresa gerar lucros a partir do seu activo líquido, e mostra o potencial para aplicar investimentos de forma a aumentar os resultados. Uma empresa com ROE elevado e sustentável cresce mais rapidamente do que uma com o ROE baixo. No entanto um ROE elevado não significa necessariamente um benefício imediato. O benefício surge com o reinvestimento dos lucros ao longo do tempo. O pagamento de dividendos e o aumento de impostos desacelera o crescimento dos resultados.

ROI - Return on Investment – ou taxa de retorno, é o rácio calculado entre o montante ganho num determinado investimento face ao montante investido ou gasto nesse investimento. Serve como medida de avaliação do desempenho de um investimento ou comparação entre investimentos. É aferida *a posteriori* e calculada pela fórmula: $(\text{lucro do investimento} - \text{custo do investimento}) / \text{Custo do investimento}$. Quando o ROI não é positivo significa que o investimento não deve ser realizado.

ROQ - Return on Quality – abordagem que procura quantificar os benefícios financeiros dos investimentos realizados na melhoria da qualidade dos produtos e serviços. Parte de 3 pressupostos: a qualidade é um investimento; os investimentos devem ser contabilizados financeiramente; nem todos os investimentos em qualidade obtêm o mesmo retorno.

Rácio Sharpe – avalia a relação entre o retorno e o risco de um investimento, qual o retorno excedente livre de risco e a sua volatilidade. A comparação entre os rácios Sharpe e outras referências importantes como o S&P permite perceber se os ganhos obtidos derivam do aumento da volatilidade ou se são economicamente significativos. Calcula-se dividindo a diferença entre o retorno e o retorno com menor risco pelo desvio padrão do investimento ou risco (volatilidade). Um índice superior a 1 significa que para cada 1% de retorno em excesso o fundo apresentou um acréscimo de 1% de risco.

SOW - Share of wallet - quantidade da despesa total dos consumidores que é capturada pela empresa ou produto. Quanto maior o SOW maior a capacidade da empresa aumentar a sua lucratividade. Pode ser atingido através de cross-selling entre vários produtos oferecidos pela mesma empresa.

Taxa de desemprego - representa o número de desempregados por cada 100 activos. Os activos são a mão-de-obra disponível para trabalhar, incluindo-se na população activa os trabalhadores que estão empregados e desempregados.

Tobin's Q – mede a relação entre o valor dos activos de uma empresa e o valor de mercado da empresa. Calcula-se dividindo o valor da empresa, i.e. preço transacionado dos activos existentes pelo preço de mercado para a reposição dos seus activos, ou seja, o preço de readquirir novamente os activos. Entre 0 e 1 significa que o custo de substituir ativos de uma empresa é maior do que o valor das suas acções, significando que o *stock* está subvalorizado. Quando é maior que 1 implica que as acções são mais caras do que o custo de reposição dos seus ativos, ou seja o *stock* está sobrevalorizado.

Empresas de valor – empresas cujas acções tendem a negociar a um preço inferior aos seus fundamentos (dividendos, lucros, vendas, etc.) e, portanto, consideradas subvalorizadas. As características comuns incluem elevados dividendos, baixo rácio book-to-market (baixa relação preço-lucro).

Yields – rendimento em juros ou dividendos recebidos de uma garantia e expressos como uma percentagem da cotação da mesma, ou seja, valor em percentagem que o investidor recebe

1. INTRODUÇÃO

Admitimos sem grandes hesitações que o mundo empresarial actual constitui uma experiência extremamente desafiante para os seus intervenientes.

Dentro do leque variado de conceitos que se estendem na literatura corporativa, a "competitividade" é um dos mais evocados nas missões e estratégias das empresas e a razão é simples: é através dele que muitas vezes se vaticina o sucesso ou insucesso das organizações, sobretudo quando o contexto que se apresenta hoje são as grandes economias globalizadas.

A novidade das últimas décadas foi a alteração daquilo que se considerava o paradigma de sucesso: no passado era aferido por métricas simples, como o número de vendas e quotas de mercado atingidas; hoje a grande preocupação da gestão de empresas é criar valor para os accionistas.

A concorrência entre produtos e serviços idênticos obrigou o marketing empresarial a desenvolver estratégias que permitissem diferenciar empresas que concorrem nos mesmos mercados de produtos e serviços. Considera-se que a criação de factores de diferenciação entre produtos ou serviços muito similares é uma das chaves para atrair e manter clientes. É por isso fundamental que as empresas sejam capazes de identificar os factores estratégicos para tirar partido das oportunidades e minimizar os riscos, de forma a prosperar, mesmo em ambientes sectoriais em declínio. A análise e melhoria das competências *core* e factores críticos de sucesso é cada vez mais decisiva em ambientes empresariais altamente competitivos.

A literatura académica tem vindo a demonstrar a ideia de que clientes satisfeitos tendem a tornar-se leais e a atrair potenciais clientes, e esta lealdade terá reflexos na performance financeira das empresas. Nesse sentido, é importante perceber quais os atributos que os clientes consideram mais relevantes e privilegiar o investimento nesses atributos em detrimento dos pouco notados ou irrelevantes.

A satisfação revela-se assim como um indicador estratégico cujas oscilações podem ser usadas enquanto ferramenta de apoio à gestão, na tomada de medidas que contrariem eventuais declínios antes que estes cheguem a afectar a performance financeira (Bernhardt, et. al. 2000).

É neste cenário que surge a chamada "revolução da qualidade". Autores como Dean e Evans, 1994 e Greising, 1994¹; Zahorik A. & Keiningham, T. (1995), identificaram a "qualidade" como sendo o factor chave das ferramentas de gestão, por ser um dos grandes determinantes da satisfação das exigências crescentes dos clientes.

¹ Citados por Rust, R. T.; Zahorik, A.J. & Keiningham, T.L. (1995). Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable, *Journal of Marketing*, 59, 58-70

Segundo Sun & Kim (2013), esta preocupação refletiu-se também numa mudança de paradigma: o tradicional marketing transaccional que privilegiava as trocas isoladas e satisfazia as necessidades do cliente momentaneamente - sem preocupação com o envolvimento ou compromisso futuro, deu lugar ao marketing relacional (Grönroos, 1994; Shet and Parvatiyar, 1994) que procura um entendimento das necessidades e aprofundamento das relações com os clientes de forma a garantir a satisfação contínua.

Estudos recentes demonstram que mais de 50% dos executivos consideram a satisfação dos clientes uma das prioridades da gestão e do marketing. Basta analisar a proliferação de prémios ligados à *Qualidade* e à *Satisfação*, e o desenvolvimento e multiplicação de índices nacionais de satisfação, como prova da importância crescente que o mundo corporativo dedica à satisfação dos clientes.

Este motivo tem levado as empresas a investir quantias consideráveis em áreas que podem ser determinantes no aumento da satisfação dos seus clientes. No entanto, numa altura em que o sector empresarial é confrontado com a necessidade de reduzir os custos, a eficácia destes investimentos tem vindo a ser questionada, tornando cada vez mais importante quantificar até que ponto os investimentos realizados na melhoria da satisfação dos clientes se traduzem, de facto, na melhoria da performance financeira e em receitas para a empresa.

Como qualquer empresa, o objectivo último das instituições bancárias é atingir níveis elevados de performance financeira que se traduzam em lucros para os seus accionistas e proprietários. Como já vimos, vários estudos correlacionam positivamente a satisfação dos clientes com o incremento financeiro das organizações. No entanto também são conhecidas experiências negativas acerca de investimentos que não trouxeram retorno. A somar a isto, a extrema competitividade dos mercados bancários obriga continuamente à redução dos custos operacionais, sendo que os investimentos nos serviços do cliente são contabilizados nos orçamentos das empresas como custos.

Por isso é cada vez mais pertinente perceber e medir os benefícios reais dos investimentos realizados na satisfação do cliente e encarar o desafio de determinar onde, como e quanto gastar.

1.1. ÂMBITO E OBJECTIVO GERAL

A questão da importância da qualidade na satisfação dos clientes e da satisfação nos resultados financeiros tem sido abundantemente estudada, embora com níveis de generalização científica muito limitados, nomeadamente na capacidade de aplicar os modelos a sectores de actividade diferentes.

Vários estudos são unânimes no reconhecimento de que a satisfação do cliente e a qualidade do serviço têm impacto mensurável na retenção dos clientes, quotas de mercado e receitas da empresa. O que falta ainda perceber, e se define como a questão central do projecto que agora se apresenta, é até que ponto os resultados dos níveis de satisfação dos clientes se

relacionam com a performance financeira das empresas, medida através do seu desempenho no principal índice de valorização, ou seja o mercado de acções.

De forma a diminuir a complexidade e o número elevado de variáveis que poderia trazer ruído ou enviesar a identificação de qualquer relação, propusemo-nos circunscrever a análise a apenas um sector de actividade, neste caso, o sector bancário português.

1.2. OBJECTIVOS ESPECÍFICOS

Foram seleccionados os bancos que cumprissem 2 condições: estivessem cotados em bolsa portuguesa (PSI20) entre 2004 e 2014 e fizessem parte dos estudos anuais de satisfação do sector bancário do índice nacional de satisfação ECSI Portugal (European Customer Satisfaction Index) no mesmo período.

Existem 4 bancos que cumprem estas condições: Banco Espírito Santo (BES), Banco Português de Investimento (BPI), Millennium BCP e Santander Totta.

CGD e Montepio fazem parte do ECSI mas não são cotados em bolsa. O Montepio tem um fundo de participação apenas cotado desde Dezembro 2013.

Assim sendo, como objectivos específicos do projecto identificamos:

- 1 - perceber se é possível estabelecer uma relação de causa-efeito entre as variações dos bancos nos índices de satisfação e a oscilação do preço das suas acções no PSI20;
- 2 - perceber se existem diferenças na relação de causalidade para cada banco individualmente;
- 3 - perceber se é possível identificar o efeito moderador de outra(s) variáveis na relação entre satisfação e cotação das acções;

Por não encontrarmos nos estudos actualmente publicados, conclusões suficientemente generalizáveis que se adaptem ao nosso caso, verifica-se a importância deste trabalho para os desafios que se colocam à gestão bancária.

Através da identificação da existência ou não duma relação entre os índices de satisfação dos clientes, medidos a partir do ECSI, e as oscilações nos preços das acções cotadas no índice PSI20 pretendemos contribuir para a questão essencial que liga o marketing à gestão financeira: até que ponto os investimentos realizados no objectivo do aumento da satisfação dos clientes podem ser retornados financeiramente sob a forma de receitas para o banco.

1.3. ESTRUTURA DO DOCUMENTO

O trabalho está organizado em 9 capítulos. Depois do capítulo introdutório, seguem-se os dois capítulos que pretendem fazer o enquadramento do conceito que está na base da relação de causalidade apresentada neste trabalho. Por esse motivo, o segundo capítulo, além de descrever o conceito de “satisfação” tal como entendido por vários autores das áreas do marketing, relaciona a satisfação e o seu impacto com outros conceitos desenvolvidos pelo marketing empresarial, como “qualidade”, “retenção dos clientes” e “lealdade”. Posteriormente apresenta alguns factores que podem condicionar esse impacto e avalia sumariamente o valor do cliente, assim como alguns métodos usados pelo marketing para aferir esse valor.

O terceiro capítulo dá continuidade ao primeiro, no sentido de abordar o conceito de satisfação, neste caso sob a perspectiva da operacionalização prática de como se mede a satisfação ao nível nacional e macroeconómico. São apresentados os 2 grandes índices mundiais da satisfação, o americano (ACSI) e o europeu (ECI), assim como algumas críticas dirigidas ao modelo europeu. A última parte deste bloco debruça-se sobre o índice em Portugal, a forma como se estrutura e é operacionalizado.

O quarto capítulo faz o enquadramento do segundo conceito da relação de causalidade: o mercado de acções. É feita uma breve descrição do mercado bancário português e do contexto económico em Portugal numa base anual, de forma a perceber a evolução da economia portuguesa e os seus reflexos no sector bancário durante o período em que são analisadas as variações no valor das suas acções em bolsa.

O quinto capítulo apresenta a revisão da literatura e dos estudos efectuados no âmbito do projecto que agora se apresenta. São descritas as principais conclusões de alguns autores acerca do impacto da satisfação dos clientes na variação do preço das acções. É também revista a relação que alguns autores fazem entre satisfação e recomendação dos analistas financeiros, assim como o impacto do risco e do sentimento dos investidores nesta relação. Apresenta-se ainda a distinção entre o impacto da satisfação e o impacto do ACSI. São analisados estudos que demonstraram não haver relação directa e imediata entre o ACSI e o mercado de capitais, e é feito um resumo metodológico retrospectivo dos estudos referenciados em que autores analisaram a relação entre o índice de satisfação americano e a variação do valor das acções.

O sexto capítulo descreve os dados utilizados na realização do projecto. São apresentados os dados do PSI20 e do ECI, as suas fontes e principais características. É com base nestes resultados que são definidas as metodologias e testes estatísticos a aplicar.

O capítulo sétimo demonstra os testes e resultados estatísticos para o problema, ao que se segue a discussão e síntese dos resultados (capítulo oitavo).

O trabalho encerra com as conclusões, limitações encontradas e sugestões para novos estudos e projectos.

2. A SATISFAÇÃO DOS CLIENTES

Analisar a possibilidade de existência de uma relação entre a satisfação dos clientes e o desempenho financeiro das empresas implica seguir uma cadeia causal de acontecimentos, que pode variar consoante o sector económico, empresarial ou o modelo de análise escolhido.

O objectivo do enquadramento teórico desta sucessão de eventos é perceber de que forma os investimentos operacionais que as empresas fazem na melhoria da qualidade do seu serviço se relacionam com as percepções dos clientes e estas com a sua satisfação, para que posteriormente se perceba como é que a satisfação se corporiza em atitudes e comportamentos que se podem traduzir em receitas para a empresa.

Apesar de a grande maioria dos estudos ter encontrado relações positivas entre a satisfação dos clientes e os indicadores económicos das empresas, esta não é contudo uma questão simples e linear. Primeiro, porque a cadeia de eventos que liga a satisfação ao retorno financeiro inclui conceitos que podem ser objecto de interpretações diferentes, consoante o enquadramento teórico seguido; segundo, e como já referido, porque os elos de ligação entre os conceitos podem ter configurações diferentes e seguir trajetórias diferentes, consoante o modelo utilizado; e finalmente porque os modelos já testados muito dificilmente são generalizáveis a outras empresas e sectores de actividade, obrigando a ajustes teóricos e metodológicos constantes em função do problema e dos dados disponíveis.

É importante também referir que alguns estudos têm demonstrado resultados contraditórios: contrariamente a defenderem a existência de uma relação positiva entre satisfação dos clientes e retorno financeiro da empresa, defendem que a satisfação e as percepções da qualidade nem sempre se refletem nos lucros, e em alguns casos podem mesmo configurar relações negativas.

Esta diversidade de resultados é reveladora da complexidade do problema e dos múltiplos fatores que podem interferir e enviesar esta relação. Muitas vezes a satisfação é conseguida à custa de grandes investimentos na qualidade e serviços ao cliente ou na atribuição de promoções e descontos. Estas medidas podem melhorar os indicadores de satisfação mas vão seguramente pesar negativamente na balança de custos das empresas.

Por outro lado, e tal como apontado por Bernhardt et.al., 2000², as condições económicas também devem ser consideradas nesta relação: ambientes económicos desfavoráveis podem fazer com que clientes muito satisfeitos tenham menor capacidade aquisitiva, provocando a diminuição das vendas; ou dar-se precisamente o inverso, a diminuição da despesa nas empresas pode provocar um aumento dos lucros, independentemente da insatisfação manifestada pelos clientes.

² Bernhart, K., Donthu, N. & Kennett, P. (2000). A longitudinal analysis of satisfaction and profitability, *Journal of Business Research*, 74 pp. 161-171

Reichheld, 1996³ chamou a atenção para o facto de 60 a 80% dos clientes que abandonam as empresas se terem declarado satisfeitos ou muito satisfeitos. Anderson & Mittal (2000) verificaram que uma queda da satisfação tem 2 vezes mais impacto na rentabilidade que uma subida da satisfação.

Estes dados fazem-nos questionar a associação directa da satisfação com o retorno financeiro.

2.1 A IMPORTÂNCIA DE MEDIR A SATISFAÇÃO

O caminho que conduz a satisfação ao lucro ou rentabilidade das empresas é longo e pode apresentar percursos, distâncias e intensidades diversas. Por isso, e antes de empreender qualquer análise, é importante conhecer e perceber os resultados que já foram obtidos.

Os autores que se debruçaram sobre o tema procuraram, por um lado confirmar relações já estudadas, e por outro, encontrar novas relações e novos atributos de forma a preencher as lacunas deixadas pelos estudos anteriores.

Quando se afirma que a satisfação dos clientes tem impacto nos indicadores económicos ou na performance financeira das empresas, é importante especificar de que indicadores estamos a falar e de que forma se estabelecem essas relações. Só desta forma é possível chegar a conclusões acerca da verdadeira importância da satisfação nas políticas e estratégias de gestão e crescimento das empresas.

Os primeiros estudos a associar a satisfação com métricas financeiras remontam à década de 90. Em 1994 Anderson, et.al. avaliaram o impacto da satisfação no retorno do investimento (ROI). Um ano depois Rust, et.al. verificaram o impacto da satisfação nas margens operacionais e em 1998 Ittner e Larcker mediram os retornos em termos puramente contabilísticos.

Estudos mais recentes também verificaram o efeito da satisfação dos clientes na rentabilidade financeira das empresas, no aumento dos cashflows (liquidez), no retorno dos accionistas, na dimensão de share-of-wallet (SOW) e no aumento do consumo.

Em 2005, Gruca & Rego⁴ optaram por explicar a forma como a satisfação conduz ao aumento do retorno dos accionistas através dos cashflows gerados e da sua estabilidade. A razão dessa opção é simples: o crescimento e estabilidade dos cashflows são os 2 determinantes do valor da empresa para os accionistas.

Por outro lado, a liquidez é uma medida facilmente disponível e comparável entre empresas e o seu valor pode ser determinado de forma clara, precisa e sem ambiguidades.

Segundo o mesmo estudo, a satisfação origina consequências comportamentais positivas que conduzem ao aumento dos cashflows ao longo do tempo e a uma maior resistência da

³ Citado por Gupta, S. & Zeithaml, V. (2006). Customer Metrics and Their Impact on financial Performance, *Marketing Science*, 25, 718-739

⁴ Gruca, T. & Rego, L. (2005). Customer Satisfaction, Cash Flow and Shareholder Value, *Journal of Marketing* 69, 115-130

empresa face à atratividade dos competidores, reduzindo a variabilidade dos cashflows. O que significa que clientes satisfeitos geram padrões de cashflows mais estáveis que por sua vez podem fazer diminuir o custo do capital (Bae & Jo, 2002)⁵

É preciso notar que grande parte da variação dos cashflows futuros também se deve às características particulares de cada sector industrial e das estratégias de gestão. O efeito da satisfação é maior nos bens não duráveis que, tendo ciclos de compras mais pequenos, possibilitam maior frequência de contacto com o cliente e mais oportunidades para tirar partido dos benefícios da satisfação.

Numa extensão do trabalho de Gruca & Rego (2005) que avaliam o impacto da satisfação nos cashflows, também O'Sullivan & McCallig, (2009)⁶ avaliam o impacto da satisfação nas receitas líquidas (livres de empréstimos, dívidas, etc.).

Concluem que a satisfação modera a relação entre receitas líquidas e o valor da empresa através da expectativa dos investidores sobre as receitas futuras. Ou seja, a informação sobre a satisfação contribui para a formação das expectativas que por sua vez vão influenciar o valor global das empresas. Com o decorrer do tempo as receitas das empresas com elevados níveis de satisfação crescem mais depressa do que as que têm níveis de satisfação mais baixos.

Uma das associações mais evidentes da satisfação, e que faz também a mediação desta com o retorno económico, é a lealdade. A lealdade é a probabilidade do cliente voltar a comprar o mesmo produto ou na mesma empresa, mesmo que o nível de preço se altere. Deriva de 2 medidas: o grau até onde a empresa pode subir os preços antes de o cliente deixar de comprar e o grau até onde uma empresa tem de baixar os preços para que seja a escolha do cliente numa compra futura (Johnson, et al. 2001).

Num trabalho de 1994, *Putting the Service-Profit Chain to Work*⁷, Heskett e outros autores propõem que a rentabilidade e o crescimento das empresas são estimulados primariamente pela lealdade e que esta resulta directamente da satisfação.

O esquema em baixo ilustra a ideia de que o lucro é o resultado do contributo de vários fatores que vão tendo um impacto sucessivo no atributo seguinte, até chegar à lealdade. A qualidade do serviço contribui para a satisfação dos colaboradores aumentando a sua retenção e produtividade, o que se vai refletir na percepção do valor do serviço que influencia a satisfação dos clientes que por sua vez vai determinar a sua lealdade. Esta vai provocar variações no lucro ou rentabilidade das empresas.

⁵ Citados por Gruca & Rego, 2005

⁶ O'Sullivan, D., & McCallig, J. (2009). Does customer satisfaction influence the relationship between earnings and firm value? *Market Letters*, 20, 337–351.

⁷ Citado por Chi, C. & Gursoy, D. (2009). Employee Satisfaction, customer satisfaction and financial performance: An empirical examination, *International Journal of Hospitality Management* 28, 245-253

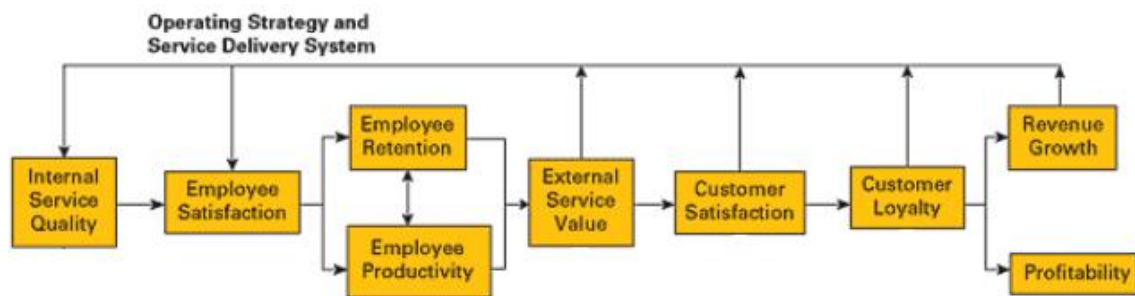


Figura 1 - - Cadeia causal de acontecimentos, adaptado de: Putting the Service-Profit Chain to Work, 1994 - James L. Heskett, Thomas O. Jones, Gary W. Loveman, W. Earl Sasser, Jr., Leonard A. Schlesinger

Já em 1990⁸ se concluiu que a satisfação é especialmente importante porque é um pré-requisito da lealdade e dos comportamentos de recomendação boca-a-boca, e que os clientes fiéis que compram repetidamente são mais lucrativos do que aqueles que fazem uma única transacção.

A lealdade é um constructo multidimensional, não existindo uma definição universalmente aceite (Cooil, 2007)⁹.

Do ponto de vista estritamente comportamental, o conceito de lealdade pode ser entendido como o comportamento de recompra repetida na mesma empresa/produto.

No entanto, este tipo de "lealdade" pode revelar-se espúrio e resultar apenas da conveniência (localização ou preços baixos da loja), ou dos custos/barreiras de troca percebidos, (o cliente sente que arrisca demasiado se optar por fazer a compra de um novo produto ou numa outra loja);

Ou podemos falar ainda de uma lealdade enviesada caso o cliente demonstre a mesma lealdade a mais que uma marca.

Por estes motivos, a lealdade deve combinar não só a perspetiva comportamental mas também a atitude emocional, demonstrando que existe um compromisso profundo com o produto ou serviço preferido, independentemente de influências situacionais ou de abordagens agressivas de marketing da concorrência (Grupta & Zeithaml, 2006).

Já em 1996 Zeithaml tinha definido a lealdade como a motivação para manter uma relação com a empresa, demonstrar comportamentos de recompra, alocar a maior fatia do seu orçamento e envolver recomendações positivas acerca do produto ou da empresa.

⁸ Frederick F. Reichheld, W. Earl Sasser, Jr., 1990, Zero Defections: Quality Comes to Services, in Harvard Business Review - <https://hbr.org/1990/09/zero-defections-quality-comes-to-services/ar/1>

⁹ Cooil, B. ; Keiningham, T. L. & Aksoy, L. (2007) A Longitudinal Analysis of customer Satisfaction and Share of Wallet: Investigating the Moderating Effect of Customer Characteristics, *Journal of Marketing*, 71, 67-83

2.2 SATISFAÇÃO, RETENÇÃO E LEALDADE

Vários estudos sustentam o impacto positivo da satisfação na retenção e que o aumento do nível de retenção assegura receitas futuras e reduz os custos associados às transações (comunicações, vendas e prestação do serviço).

Cientes satisfeitos tendem a comprar mais, o que facilita também práticas de cross-selling, tendem a fazer recomendações positivas e são mais tolerantes aos aumentos de preço. Em consequência, aumenta a liquidez das empresas.

Por outro lado, reter clientes e manter uma base de clientes leal e sólida também permite o aumento do poder negocial da empresa perante fornecedores, parceiros de negócio e canais de comunicação, que não desvalorizam as vantagens de negociar com empresas detentoras deste activo valioso (Anderson, et.al., 2004).

Um *portfolio* de clientes leais é também uma forma de proteger as quotas de mercado das empresas em ambientes muito competitivos, uma vez que estes clientes pagam preços mais elevados, compram maiores quantidades e mais vezes e recomendam a marca. Por conseguinte, à medida que as quotas de mercado aumentam, a variabilidade dos cashflows diminui. Empresas detentoras de maiores quotas de mercado são mais eficientes a converter a satisfação em cashflows e a reduzir a sua variabilidade (Gruca & Rego, 2005).

A retenção é por isso fundamental para criar e dispor de uma base de clientes mais estável que possibilite antecipar receitas futuras, diminuir a vulnerabilidade face aos competidores e volatilidade face ao risco futuro.

Vários modelos que quantificam o impacto da satisfação nas métricas financeiras das empresas recorrem à lealdade como mediadora deste efeito. Defendem que não é a satisfação *per se* que faz aumentar os indicadores financeiros, mas a lealdade e os seus efeitos na recompra, recomendação e retenção, que vão influenciar as vendas e com isso a rentabilidade das empresas.

A lealdade pode definir-se como um compromisso que se estabelece entre clientes e empresas e a vontade das partes em manter e fomentar uma relação. Divide-se em 2 tipos: afectiva e continuada.

No primeiro caso o cliente mostra laços afectivos e emocionais fortes identificando-se e partilhando valores com a marca, mostra intenção de recompra e não procura outras alternativas. No segundo caso os consumidores apenas se mostram comprometidos caso não existam alternativas mais atractivas.

Como referido anteriormente, a satisfação é um requisito necessário para atingir a lealdade: quando os clientes estão satisfeitos mostram compromisso e intenção de continuar a comprar e de se tornarem leais. No entanto, a satisfação não é o único factor da lealdade e clientes satisfeitos nem sempre são sinónimo de clientes leais. Existem outros factores que também interferem na relação, tais como a confiança, a qualidade, a imagem e o valor da marca (Ercis, et al., 2012).

Em 2009 Simsek & Noyan¹⁰ comprovaram o efeito da imagem e da qualidade apercebida na confiança, e desta, juntamente com o valor apercebido, na satisfação. Juntos, a satisfação, confiança e qualidade apercebida seriam os determinantes da lealdade.

Por *valor apercebido* entenda-se o julgamento custo/benefício entre a vantagem obtida pelo produto e o seu custo.

Por *qualidade apercebida* entenda-se o grau de conformidade às expectativas. A conformidade do produto aos padrões e funções predeterminadas ou esperadas. No entanto, é difícil consensualizar os padrões, e as avaliações da qualidade são sempre subjectivas em função das expectativas e experiências das pessoas.

Ainda no estudo citado¹¹, verificou-se a relação positiva entre qualidade apercebida e satisfação sendo a qualidade um dos determinantes da satisfação. Esta por sua vez produz efeito nas intenções de recompra e no compromisso emocional afectivo e este, juntamente com a confiança, causa os maiores impactos na lealdade. Significa que, ao satisfazer o cliente, a empresa está a gerar benefícios que vão muito além da transacção do momento e que se irão reflectir no futuro na próxima compra do cliente. (Gruca & Rego, 2005)

A lealdade pode ser interpretada como uma tendência para escolher consciente e consistentemente uma marca entre muitas disponíveis e comprar repetidamente nessa marca (Aaker, 2004)¹⁰. No entanto, e como já referido, a compra repetida não é sinónimo imediato de lealdade. Significa apenas que o consumidor adquire um produto mas pode ser por hábito ou inércia, sem que desenvolva necessariamente qualquer emoção pelo produto ou pela marca.

Enquanto a retenção mede apenas a continuidade da relação do cliente com a empresa, a lealdade, vai além da repetição mecânica da compra e posiciona-se como um compromisso, um padrão de preferência do produto/empresa no futuro, e é por isso uma boa *proxy* da rentabilidade do cliente.

Outro indicador associado ao impacto da satisfação na performance económica e financeira das empresas é o share-of-wallet (SOW), ou seja, a fatia da despesa dos consumidores capturada pela empresa.

Como referido, a operacionalização da cadeia de efeitos entre a satisfação e o retorno financeiro é mediada pela lealdade e retenção de clientes. No entanto, a retenção pode não significar linear e simplisticamente que os clientes comprem mais, por isso, determinar a fatia da despesa que os consumidores gastam com a empresa pode ser uma *proxy* da lealdade comportamental.

¹⁰ Citados por Ercis, A.; Unal, S.; Candan, F.B. & Yildirim, H. (2012). The effect of brand satisfaction, trust and brand commitment on loyalty and repurchase intentions, *Procedia – Social and Behavioural Sciences* 58 1395-1404

¹¹ (Ercis, et.al. 2012)

Num estudo de 2010 Fornell, et al. procurou perceber de que forma o consumo ou disponibilidade para gastar está dependente da satisfação e da capacidade para gastar. Concluiu que a satisfação do momento e a intenção de compra no futuro derivam sempre da satisfação obtida nas últimas compras. Além da satisfação também o preço e o endividamento do cliente são determinantes na variação do consumo (sendo que o endividamento faz diminuir o impacto da satisfação). Quando a satisfação aumenta, o nível agregado de consumo também aumenta, a menos que o valor do endividamento crie um constrangimento aos gastos do cliente.

De forma a aumentar a fatia da despesa com a marca, os gestores procuram aumentar os níveis de satisfação, que terão efeitos na retenção e lealdade, no pressuposto de que manter os clientes por perto durante mais tempo fará com que aumentem a fatia da sua despesa na empresa. Coyles & Gokey (2002) concluíram que melhorar a fatia de despesa e a retenção proporciona 10 vezes mais valor que a melhoria exclusivamente na retenção.

Zeithaml (2000) defende que a retenção pode conduzir ao lucro através de várias maneiras: baixando os custos do serviço, aumentando a capacidade para cobrar preços mais elevados, através da recomendação positiva e através do aumento do volume de vendas.

Neste contexto, e percebendo-se a importância da retenção e lealdade no crescimento dos indicadores económicos e financeiros das empresas, percebe-se claramente os desenvolvimentos do marketing em relação ao valor da marca, isto é, ao que os consumidores pensam, sentem e sabem sobre a marca.

A confiança dos consumidores na marca decorre da avaliação feita na sequência da experiência de consumo, e é construída sobre a crença na credibilidade e honestidade da marca. A satisfação pode surgir tanto a montante como a jusante da confiança, i.e. um cliente satisfeito tende a desenvolver a confiança na marca, mas também pode ser a confiança estabelecida num primeiro momento a fazer desenvolver a satisfação e a disponibilidade para se comprometer com a marca.

No entanto, e apesar da ênfase cada vez maior dada pelos gestores à satisfação e lealdade, existem autores a defender que a lealdade às marcas tem vindo a diminuir e que os consumidores desenvolvem, cada vez mais, relações poligâmicas com as marcas (Rust, Lemon & Zeithalm, 2004), dividindo as suas compras entre múltiplas empresas.

Os mercados muito competitivos tornam os consumidores mais conscientes das escolhas e alternativas mais vantajosas e dificultam o desenvolvimento da lealdade a uma marca. Cabe às empresas criar uma imagem positiva e consolidar fronteiras diferenciadoras face a outros produtos ou serviços.

2.3 CONDICIONANTES DO IMPACTO DA SATISFAÇÃO

Apesar de a satisfação ser considerada um driver-chave da lealdade e determinante do comportamento do cliente, a relação não é linear. Alguns estudos têm confirmado que a relação da satisfação com as intenções de recompra, recomendação boca-a-boca, share-of-wallet e lealdade, é assimétrica. Parte desta questão é explicada pelas expectativas.

A satisfação é fortemente influenciada pelas expectativas e quanto mais as expectativas convergem com aquilo que se espera ou deveria acontecer numa situação ideal, melhor o posicionamento das empresas no que respeita à satisfação. Quando tal não acontece, as expectativas podem erguer-se como barreiras à satisfação.

Nem todos os níveis de satisfação se traduzem automaticamente em intenções e comportamentos de recompra. Como verificado por Cooil et al¹², as variações na satisfação só introduzem impacto nos comportamentos consoante determinados níveis, mais concretamente, mediante o nível base de onde os clientes avaliaram a satisfação.

Outra das questões levantadas por alguns estudos tem a ver com o papel mediador de determinados factores na relação entre satisfação dos clientes e retorno financeiro.

Um estudo de 2004 (Anderson et al) encontrou uma associação positiva entre satisfação e retorno financeiro dos accionistas mas com variações sistemáticas entre sectores de actividade e empresas. Concluiu que o grau de concentração das empresas afecta o comportamento dos clientes e o poder negocial das empresas: quanto maior a fragmentação do mercado, maior a rivalidade e a dificuldade de reter clientes. A sensibilidade ao preço é maior e mesmo os clientes satisfeitos são difíceis de reter.

O aumento da concentração do mercado reduz a variabilidade dos cashflows e aumenta o impacto da satisfação nesta redução. Empresas que operam em sectores com maior concentração podem usar a satisfação com maior eficácia na diminuição da variabilidade dos cashflows (Gruca & Rego, 2005).

Quando observamos a natureza da relação da satisfação com o comportamento do cliente também se verifica a moderação de várias características distintivas de grupos de indivíduos. No caso do share-of-wallet, a relação com a variação da satisfação diverge em função do segmento dos clientes. O rendimento provou ter um efeito moderador negativo, isto é, quando aumenta o rendimento dos clientes o share-of-wallet diminui 1,7%; por sua vez, a duração da relação do cliente com a empresa também provou ter efeito: quanto maior a antiguidade da relação do cliente com a empresa, menor efeito terá a satisfação na variação do share-of-wallet porque com mais tempo de ligação e experiências positivas, aumenta a capacidade de “perdoar” falhas da empresa (Cooil et al., 2007).

¹² (2007) A longitudinal analysis of customer satisfaction and share of wallet

Outra das variáveis analisadas por estes autores, relativamente ao sector bancário, foi a idade. Existem 4 razões teóricas que justificariam o aumento da lealdade dos consumidores aos bancos em função do aumento da sua idade:

- O envelhecimento biológico reduz o número de bancos onde o cliente vai;
- O declínio cognitivo reduz a capacidade de avaliações complexas e o número de escolhas que pode fazer;
- A selecção socio-emocional, o cliente dá maior ênfase às emoções e experiências relacionais;
- A aversão à mudança aumenta em função da idade.

No entanto, no estudo levado a cabo, os resultados foram contraditórios não tendo sido encontrada evidência de que a idade tivesse um efeito moderador significativo.

Relativamente ao rendimento também não foi encontrada unanimidade: maiores níveis de rendimento significariam menores restrições ao consumo, logo, menos lealdade às empresas. Em contrapartida, estes clientes parecem não perder tempo a avaliar outras opções, e compram sempre aquilo que já conhecem.

Num estudo mais recente, (Morgan & Rego, 2006) apontaram as características das empresas, o sector industrial e outras condicionantes circunstanciais como factores explicativos da satisfação.

As características sociodemográficas também provaram influenciar o impacto da satisfação na recompra, uma vez que as taxas de recompra variam consoante o perfil sociodemográfico dos clientes (Grupta e Zeithaml, 2006).

No sector dos serviços o conceito de satisfação é particularmente importante uma vez que é um pré-requisito da lealdade e da recomendação do serviço. No entanto, e se por um lado a satisfação dos clientes pode beneficiar o retorno financeiro, nem sempre é garantia disso mesmo. No caso dos serviços, a satisfação é muitas vezes considerada como um dado adquirido, expectável e natural das operações diárias e não uma variável com impacto financeiro (Gursoy & Swanger, 2007).

Por outro lado, as melhorias realizadas no aumento da satisfação não assumem uma relação proporcional com o retorno financeiro, significando que, a partir de determinada altura, os gastos são improdutivos, ou podem mesmo não ser lucrativos em alguns casos. No caso dos serviços altamente personalizados, como é o caso de alguns serviços bancários, não é possível beneficiar das vantagens das economias de escala, o que faz com que os custos dos investimentos sejam menos eficientes (Rust et al., 1995). O facto de serem produtos intangíveis torna a obtenção de resultados mais lenta e menos imediata.

Kamakura 2002¹³ demonstrou que a satisfação, por si mesma, não é equivalente a mais rentabilidade, cabendo à gestão da empresa a capacidade de traduzir as atitudes e intenções em comportamentos positivos.

Outros autores verificaram que a satisfação e as intenções estão altamente correlacionadas quando medidas no mesmo inquérito. No entanto, se forem medidas com 2 semanas de intervalo deixa de existir relação (Mazursky & Geva 1989)¹³.

2.4 SATISFAÇÃO E QUALIDADE

Como ficou referido, satisfação dos clientes tem um papel fundamental no desempenho económico e financeiro das empresas. Clientes satisfeitos estão dispostos a pagar mais, compram mais, divulgam o produto, compram mais em cross-selling e up-selling (Fornell, et.al., 2010)¹⁴.

Mas empreender qualquer análise neste sentido implica depararmo-nos com o desafio metodológico: como medir a satisfação? Como avaliar o impacto na satisfação na cadeia de acontecimentos que se iniciam com as melhorias neste indicador e culminam com o retorno financeiro?

O tema tem sido abundantemente tratado por vários autores, com métodos distintos. Contudo, a indisponibilidade, escassez e a natureza diversa dos dados, assim como as heterogeneidades características dos sectores económicos e de negócio, impedem que se tenha encontrado um modelo válido, ajustado a todos os sectores de actividade e de negócio.

Perante a sucessão de casos de empresas com altos níveis de investimento em qualidade que fracassaram financeiramente, a questão sobre os benefícios financeiros decorrentes dos investimentos tornou-se cada vez mais premente.

Para perceber se os investimentos no âmbito da qualidade têm de facto retornos financeiros, Rust et al. (1995) desenvolveram um método que encara a qualidade como um investimento e como tal contabiliza financeiramente todos os gastos dispendidos na sua melhoria - Return On Quality (ROQ).

A figura 2 esquematiza a cadeia de acontecimentos que se inicia nas melhorias qualitativas dos produtos e serviços e através da qualidade percebida, retenção de clientes e redução de custos, conduz ao aumento da rentabilidade da empresa.

¹³ Citado Gupta, S. & Zeithaml, V. (2006). Customer Metrics and Their Impact on financial Performance, *Marketing Science*, 25, 718-739

¹⁴ Fornell, C., Rust, R. T., & Dekimpe, M., (2010) The Effect of Customer Satisfaction on Consumer Spending Growth, *Journal of Marketing Research*, Volume 47, No. 1, pp. 28-35

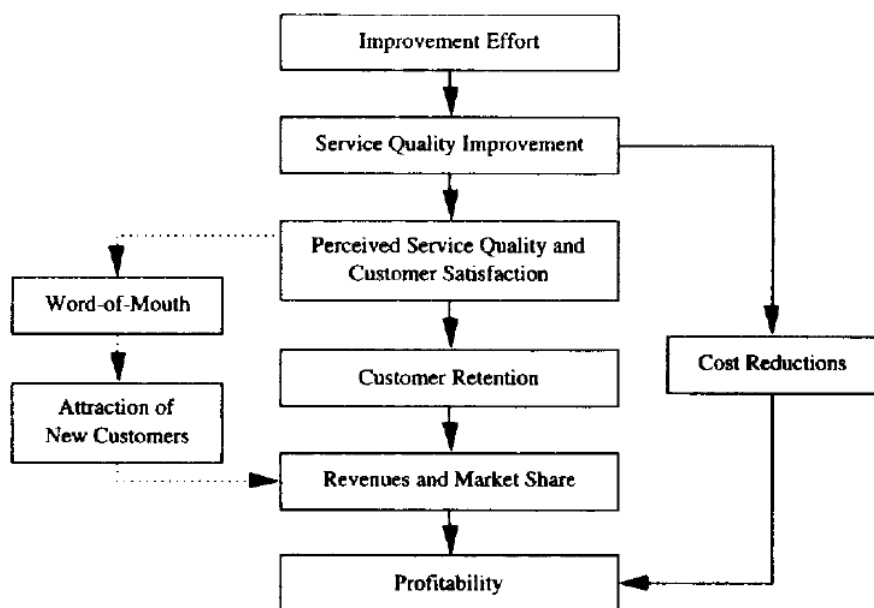


Figura 2 - Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable, adaptado de: Rust, R. T.; Zahorik, A.J. & Keiningham, T.L. (1995).

A questão da qualidade parte sempre das exigências do cliente e da necessidade das empresas irem ao encontro dessas exigências. O primeiro desafio surge desde logo porque a qualidade não é percebida da mesma forma por todos os clientes e divergências culturais ou contextuais podem fazer perceber e avaliar a qualidade com critérios bastante diferentes.

No entanto, os benefícios decorrentes da melhoria da qualidade podem reflectir-se na capacidade da empresa atrair novos clientes, através de recomendações boca-a-boca, e aumentar a retenção, fruto da maior satisfação do cliente e da probabilidade aumentada de recompra.

Outros autores desenvolveram métodos diferentes capazes de operacionalizar esta questão e medir a intensidade da associação: Através do retorno do investimento (ROI), que defende que investimentos passados trazem retornos presentes, (Anderson, et.al., 1994), usando o ROI mas integrando o valor do cliente (customer equity) (Rust, et al. 2004), através do retorno de activos (Ittner & Larcker 1998) ou de retornos no mercado de capitais.

2.5 O VALOR DO CLIENTE

Da mesma forma que se desenvolveram análises para quantificar financeiramente as melhorias da qualidade, também a quantificação do valor e dos gastos com o cliente devem ser ponderados quando o objectivo é maximizar os ganhos e minimizar os custos.

A análise da rentabilidade do cliente (Customer Profitability Analysis - CPA) parte do pressuposto que não existe uma homogeneidade entre os clientes e padrões de consumo.

Reconhece que a dimensão e frequência das compras, o número de visitas à loja, a utilização de serviços de apoio ao cliente, etc. variam em função do tipo de cliente e que é possível segmentar os clientes de acordo com estas e outras características.

Esta abordagem parte de uma outra conclusão revelada por outros estudos, que demonstra que 20% dos clientes geram 225% dos lucros (Cooper & Kaplan, 1991)¹⁵, mais de metade dos clientes não gera qualquer lucro (Storbacka, 1997)¹⁵ e alguns dos que mais compram não são os mais lucrativos (Raaij & Triest, 2002). É fundamental que a gestão identifique os clientes que devem ser alvo de políticas de aquisição e retenção.

O modelo examina os custos e compensações associados a todas as actividades desenvolvidas com os clientes (custos do serviço, de vendas, logísticos, descontos) face à receita obtida por cada cliente. É por isso uma oportunidade de perceber quais os segmentos que oferecem maior potencial de crescimento e gerar receitas em clientes com maior potencial lucrativo.

Quando se utiliza esta análise de forma prospectiva, ou seja, para calcular o valor dos custos e receitas esperados no futuro, decorrentes de todo o relacionamento do cliente com a empresa, falamos de Lifetime Value (LTV) ou Customer Lifetime Value (CLV). Este é um dos objectivos estratégicos das empresas: projetar o valor do cliente ao longo do tempo e definir quanto é que a empresa está disposta a gastar com ele.

Um dos métodos mais usados é o método RFM, cuja sigla significa: *Recency* (última vez que cliente fez uma compra), *Frequency* (frequência com que faz compras) e *Monetary* (receita gerada pelo cliente).

A assunção é que os clientes mais recentes, mais frequentes e com mais gastos são os melhores uma vez que se supõe que irão repetir o comportamento. É um método simples, não requer *software* nem cálculos e precisa de pouca informação. No entanto é apenas uma segmentação e não um cálculo individual por cliente. Foca-se no que aconteceu no passado, desconsidera o crescimento potencial e assume que apenas 3 variáveis determinam o valor do cliente (Keiningham et al., 2006).

Daí que, sempre que existem dados disponíveis, se opte pelo LTV. Como método mais abrangente, procura definir a rentabilidade líquida dos clientes e considera que nem todas as receitas proporcionadas pelos clientes se traduzem em lucro. Conhecendo a rentabilidade individual de cada cliente é possível hierarquizar e seleccionar os segmentos onde alocar mais recursos e investir apenas na exacta medida do que é possível obter em receitas, sem correr o risco de gastar mais que o retorno possível.

Esta métrica, além de contabilizar os custos de aquisição e retenção do cliente, incorpora as suas receitas e comportamentos, privilegiando o cliente como gerador de riqueza, e não os produtos ou serviços *per se* (Keiningham et al., 2006).

¹⁵ Citados por Raaij & Triest (2002)

3. MEDIR A SATISFAÇÃO

As análises de activos intangíveis, como a satisfação, apresentam desde logo uma dificuldade: a falta de uma definição comum que leva a que diferentes definições e metodologias de avaliação, entre várias empresas, tornem difícil a agregação, comparação e relação desta com parâmetros financeiros.

Como já vimos, as medidas da satisfação podem ser usadas como indicadores que monitorizam o futuro financeiro das empresas. Além de terem relações preditivas com a performance financeira, é necessário que estas medidas sejam também fáceis de interpretar e comunicar. Sendo possível identificar a métrica mais fiel às vontades e perfil dos clientes, é possível fornecer informação aos investidores para além da puramente contabilística e desta forma contribuir para o funcionamento mais eficiente dos mercados (Morgan & Rego, 2006).

Não existe, contudo, unanimidade acerca de qual a melhor métrica da satisfação para a capacidade de previsão de retornos futuros. Alguns estudos privilegiam a satisfação média e intenção de recompra enquanto outros preferem as métricas da lealdade, como a probabilidade de recomendação. No entanto, atingir a lealdade dos clientes é um processo mais complexo e exige maiores investimentos da parte das empresas, o que pode comprometer a sua relação directa com os lucros. Por esse motivo, normalmente privilegiam-se as medidas da satisfação (Morgan & Rego, 2006).

Em 2006 Gupta & Zeithaml desenvolveram um estudo onde procuravam, precisamente, perceber quais as métricas da satisfação com maior impacto na performance financeira, sendo que definiram 2 tipo de métricas:

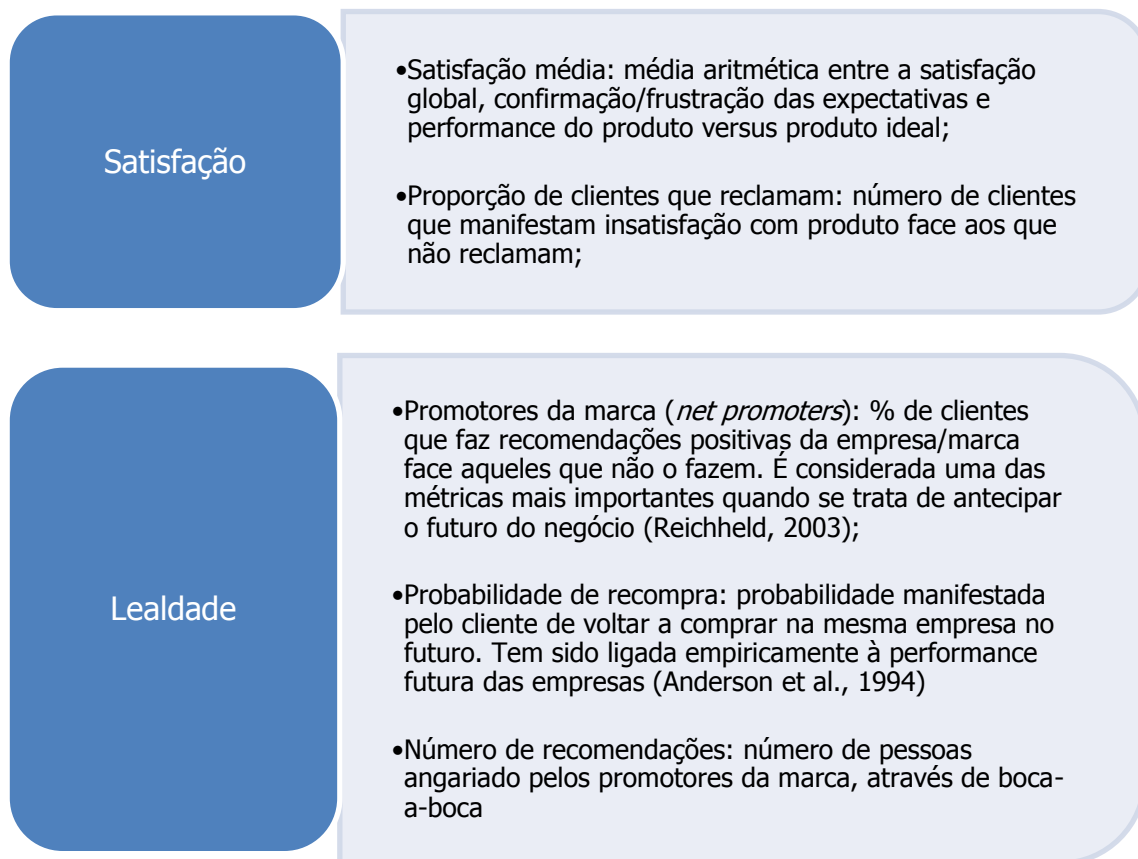
- métricas intangíveis ou não-observáveis: satisfação, percepções, intenções;
- métricas tangíveis ou observáveis: retenção e LTV, que envolvem comportamentos e decisões do cliente, relacionam-se com a compra/consumo e analisam quando o cliente comprou, o que comprou e quanto gastou.

Assume-se que as métricas não observáveis antecipam o comportamento dos consumidores nas métricas observáveis, i.e., a satisfação leva a comportamentos de recompra que se traduzem num aumento de vendas, aumento das taxas de aquisição e retenção e LTV.

Apesar de não ser directamente observável nem ter uma definição precisa, a satisfação é um conceito claramente entendido pelos respondentes e fácil de comunicar aos gestores. Pode ser medida sob a perspectiva comportamental, com os indicadores de frequência e volume de recompra, mas também pode ser medida pela perspectiva da atitude, através dos indicadores: intenção de recompra, intenção de recomendar aos outros e probabilidade de comprar mais.

Morgan & Rego (2006) procuraram definir entre as várias métricas da satisfação quais as que melhor preveem a performance futura das empresas. Para isso testaram várias dimensões do

negócio e da satisfação. Para avaliar o feedback dos clientes, desenharam 2 indicadores de satisfação e 3 indicadores de lealdade:



A satisfação demonstrou ter impacto no retorno total dos accionistas, aumento das vendas e quota de mercado. Por sua vez o aumento das reclamações permite a melhor identificação e gestão dos clientes em risco de abandonar a empresa, por isso, monitorizar as reclamações, proporciona informação importante acerca da satisfação e é fundamental para prever a performance futura da empresa.

3.1 OS ÍNDICES DE SATISFAÇÃO

O contexto descrito nos pontos anteriores promoveu a criação dos índices nacionais de avaliação da satisfação. O objectivo dos índices é criar medidas de avaliação do desempenho, estimular o crescimento e competitividade e informar acerca da eficiência dos mercados nacionais (Eklof et al., 1999). Significa que, além de complementarem as medidas correntes associadas à produtividade, que reflectem indicadores puramente quantitativos, os índices

procuram medir a qualidade associada à quantidade, tal como experimentada pelos consumidores.

Os índices de satisfação consistem em sistemas intrincados de relações causa-efeito. Uma das questões que é necessário clarificar logo à partida é o próprio conceito de satisfação. A satisfação pode ser "única", quando o objectivo é avaliar a experiência do cliente com o produto ou serviço obtida numa (última) interacção com a empresa; ou múltipla, designada satisfação cumulativa, quando avalia a experiência global do cliente com o produto/serviço, a relação da qualidade apercebida com a satisfação e o papel das emoções do cliente face à empresa. Quando o cliente avalia e decide a recompra baseia-se em toda a experiência de consumo e não apenas na última compra, por isso, este constructo é o mais adequado para prever comportamentos futuros que permitem antecipar a performance económica.

As diferenças entre as 2 abordagens podem verificar-se ao nível das expectativas: quando se faz uma avaliação apenas da última transação, as expectativas são o principal fundamento da determinação da satisfação, ao passo que quando se operacionaliza a satisfação como a avaliação global, as expectativas são apenas uma das múltiplas variáveis que os clientes usam para avaliar a totalidade da experiência com a empresa. Outras variáveis, tais como, a comparação com produtos da concorrência e os valores e escolhas pessoais dos clientes são também equacionadas (Johnson, et.al., 2001).

Modelar a satisfação cumulativa envolve 2 objectivos:

- a) desenvolver um entendimento descritivo das relações que envolvem a satisfação
- b) ser capaz de prever as referências-chave da performance da empresa (satisfação e lealdade).

Como veremos mais à frente, o índice nacional que serve de base a este trabalho contempla as medidas da satisfação cumulativa (satisfação global, expectativas e comparação com o ideal) e oferece um índice robusto da satisfação assim como dos constructos da qualidade, do valor e da lealdade (Johnson, et.al., 2001).

3.2 O AMERICAN CUSTOMER SATISFACTION INDEX - ACSI

O primeiro índice nacional de satisfação, designado Customer Satisfaction Barometer, foi desenvolvido na Suécia em 1989 envolvendo mais de 120 empresas das indústrias mais importantes. Cinco anos depois, e pela mão do mesmo criador do índice sueco, surge o índice para o mercado americano, (American Customer Satisfaction Index - ACSI) e em 1999 a European Organisation for Quality, a European Foundation for Quality Management e o Customer Satisfaction Index (CSI) da University Network, definiram as bases para o lançamento do índice europeu, o European Customer Satisfaction Index (ECSI).

O índice que serviu de base ao desenvolvimento do ECSI- Portugal, usado no presente trabalho, foi o índice americano (ACSI).

O modelo econométrico multi-equacional, desenvolvido por Claes Fornell e investigadores da Universidade de Michigan, em parceria com a Sociedade Americana para a Qualidade e o CFI Group, é um modelo de relações causa-efeito: à esquerda posicionam-se os determinantes da satisfação: expectativas do cliente, qualidade apercebida e valor apercebido, e à direita os consequentes da satisfação: reclamações e lealdade (que inclui a retenção do cliente e a tolerância ao preço). (v. figura 3)

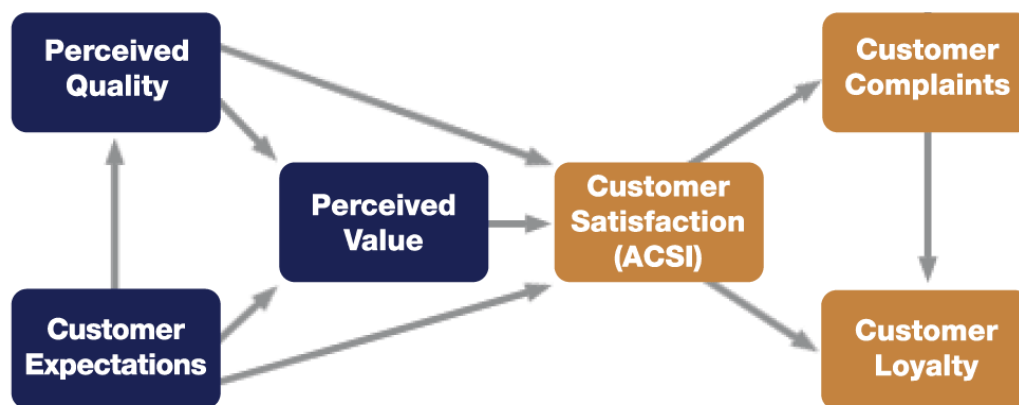


Figura 3 - Modelo de equações ACSI. Fonte ACSI website

O modelo contempla 2 funções: quantificação do peso de cada constructo/índice dentro do modelo e quantificação do impacto de cada constructo/índice nos outros constructos/índices.

Assim, é possível determinar quais os indicadores da satisfação com maior impacto na lealdade dos clientes.

Definição dos determinantes da satisfação¹⁶:

Expectativas do cliente - antecipação da qualidade dos produtos ou serviços. Representam a experiência antes do consumo e antecipam a capacidade que o cliente reconhece à empresa de oferecer no futuro produtos e serviços com qualidade.

No caso de serviços complexos que envolvam compras pouco frequentes, como serviços bancários, não existem expectativas antes do serviço ser consumado. (Johnson, et.al., 2001)

Qualidade apercebida - avaliação qualitativa dos produtos ou serviços baseada numa experiência de consumo recente.

É um processo comparativo do grau e direcção da discrepância entre as percepções e as expectativas do cliente, i.e., capacidade de adequação do produto às necessidades do cliente. É operacionalizada como o intervalo entre as expectativas e percepções que os clientes têm sobre a performance do serviço nos atributos considerados fundamentais: confiança, responsabilidade, garantia, empatia e nos restantes atributos tangíveis (Grupta & Zeithaml, 2006). A qualidade apercebida tem efeito nas intenções comportamentais, como recomendação do produto e intenção de voltar a comprar (Bernhart, et al., 2000).

Em 1992 Cronin and Taylor (Citado por Bernhardt, Donthu, Kennett 2000) concluíram que a qualidade apercebida conduzia à satisfação e esta tinha um efeito positivo na intenção de compra.

Valor apercebido - mede a relação qualidade-preço. Avaliação objectiva do consumidor acerca da utilidade da marca baseando-se nas percepções do que deu e recebeu (Zeithaml, 1988). É medido através de dois indicadores: a avaliação feita pelos clientes da qualidade dos produtos/serviços da empresa face ao preço pago; e a avaliação do preço pago em relação à qualidade dos produtos e serviços da empresa. "A inclusão desta variável, que incorpora informação sobre os preços, aumenta comparabilidade dos resultados em termos de empresas, sectores industriais e países" (ECSI-Portugal). Quanto maior a importância do valor apercebido face à qualidade apercebida maior a importância do factor preço

O ACSI recolhe dados ao nível do cliente e da sua experiência. Os clientes são seleccionados aleatoriamente e questionados acerca da aquisição e utilização recente de produtos e serviços através de 15 questões que operacionalizam os 6 constructos do modelo. As perguntas variam numa escala entre 1-10 excepto a tolerância ao preço e as reclamações que são variáveis dicotómicas.

A pontuação para cada empresa é baseada numa amostra de cerca de 250 entrevistas obtendo-se mais de 70.000 entrevistas realizadas anualmente.

Estes dados são depois agregados de forma a produzir um ranking de satisfação para mais de 230 empresas de 10 sectores económicos, representativos de um amplo sector da economia americana.

A agregação é feita de forma ascendente do nível da empresa até ao nível nacional.

¹⁶ <http://www.theacsi.org/the-american-customer-satisfaction-index>

O nível mais desagregado consiste na média das pontuações obtidas pelas empresas, ponderadas pela facturação de cada empresa. Posteriormente, o índice ao nível setorial é composto pela média das pontuações da indústria deste sector, ponderado pela facturação da indústria. Finalmente a pontuação nacional representa a média de todos os resultados do sector, ponderada pela contribuição de cada sector para o produto interno bruto dos Estados Unidos.

O ACSI é a única medida intersectorial que permite a comparação dos resultados das empresas com os seus pares e com as melhores dentro do sector (best-in-class). É por isso um recurso estratégico que permite às empresas avaliar-se e comparar-se com os seus competidores directos e ponderar a sua posição competitiva no mercado. Além disso, é um indicador económico estratégico e um complemento às medidas tradicionais de carácter quantitativo.

Outras vantagens decorrentes da utilização do ACSI:

- Os dados de satisfação e lealdade são similares aos dados produzidos pelas próprias empresas;
- As empresas são negociadas publicamente em bolsa o que permite recolher dados da performance financeira através de outras fontes;
- Tem um horizonte temporal alargado permitindo ver os efeitos da satisfação na performance financeira futura (Morgan & Rego, 2006).

3.3 O EUROPEAN CUSTOMER SATISFACTION INDEX - ECSI

O ECSI é uma variante do modelo ACSI. A essência do modelo mantém-se excepto em 4 aspectos:

- o ECSI introduz a variável "imagem da empresa" como tendo efeito directo nas expectativas, satisfação e lealdade do cliente. Esta variável pretende integrar todas as associações que os clientes fazem à marca ou empresa;
- os indicadores da qualidade apercebida no ECSI avaliam diferentes dimensões da qualidade enquanto no ACSI são mais globais e próximos dos indicadores das expectativas;
- em relação às reclamações, no ECSI os clientes avaliam o tratamento dado à última reclamação apresentada enquanto o ACSI regista o número de reclamações formais (por escrito, telefone) e informais (perante a empresa ou potenciais clientes);
- no ECSI as medidas da lealdade incluem a probabilidade de retenção e recomendação do produto/serviço (Johnson et al., 2001).

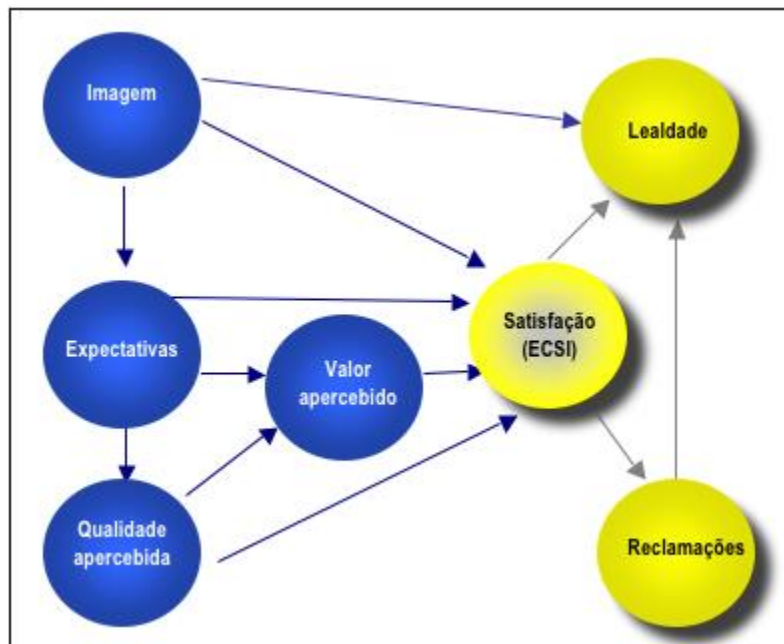


Figura 4 - Modelo de equações ECSI Portugal. Fonte ECSI Portugal

Críticas ao modelo:

Johnson et al., (2001) apresentaram críticas ao modelo argumentando que algumas relações envolvendo antecedentes e consequentes são conceptualmente ou empiricamente fracas. Segundo os autores:

- No modelo a imagem é um determinante das expectativas e satisfação, no entanto nos inquéritos é medida ao mesmo tempo, o que faz com que os clientes também considerem a sua experiência de consumo e a sua avaliação da satisfação quando dão a opinião acerca da imagem;
- Em relação às expectativas, consideram que com a experiência alargada e cumulativa as expectativas do cliente se tornam mais racionais e precisas levando mais à sua confirmação que à sua frustração, tornando esta variável pouco relevante.
- Na ligação das expectativas ao valor percebido, consideram que as medidas que medem as expectativas estão mais ligadas à qualidade do que ao valor, sendo o seu efeito no valor praticamente inexistente, mesmo em grandes amostras.
- Também colocam em causa a relação directa das expectativas com a satisfação. Tanto porque em alguns serviços com baixa frequência de utilização se torna difícil criar expectativas, como porque, mesmo com um uso frequente, o impacto é reduzido devido à forte relação entre os constructos das expectativas e da qualidade. Para os autores, a qualidade medeia por completo o impacto das expectativas na satisfação, tornando dispensável ter um constructo separado para as expectativas.

- Também questionam a relação qualidade-valor argumentando que o racional que justifica o mecanismo pelo qual um constructo influencia o outro é tautológico uma vez que a qualidade está, por definição, relacionada o valor. É por isso impossível perceber que dimensão do impacto da qualidade no valor não deriva da correlação por definição. Propõem-se substituir o constructo do valor por um constructo do preço percebido.

- Outra questão prende-se com as reclamações. No modelo são encaradas como uma consequência natural da insatisfação e não uma oportunidade de aumentar a satisfação. No entanto, a resolução de reclamações e a forma como são solucionadas tem forte impacto na satisfação e as reclamações podem ser um antecedente e não uma consequência da satisfação. Ou seja, existe uma relação recíproca: as reclamações reduzem satisfação e a satisfação reduz as reclamações. Está lógica quebra o princípio da prioridade temporal que deve gerir uma relação causa-efeito.

3.4 ECSI PORTUGAL

O ECSI Portugal é um sistema de medida da qualidade dos bens e serviços que abrange vários sectores de atividade económica: banca, seguros, combustíveis, comunicações, electricidade, transportes públicos, etc.

Tal como no índice ACSI, também o ECSI integra a satisfação do cliente como objectivo central na gestão das organizações e defende os interesses dos consumidores dando-lhes a oportunidade de avaliar as empresas. Pode constituir-se como uma plataforma de comparação ao nível das organizações, dos sectores de actividade e do país, uma vez que a selecção de sectores é feita em articulação com outros países para garantir a comparabilidade, e a selecção de empresas procura garantir um elevado nível de cobertura de cada sector.

O modelo procura prever a variabilidade económica futura medindo os activos intangíveis e a relação entre estes e a rentabilidade das organizações. É um modelo estrutural e econométrico/probabilístico o que permite a quantificação do erro perante a utilização de amostras e não do universo.

Por não serem observadas directamente, as 7 variáveis que compõem o modelo estrutural designam-se variáveis latentes. A sua medição ou quantificação é feita associando cada uma destas variáveis a um conjunto de indicadores (variáveis de medida), obtidos directamente através de um questionário junto dos clientes da empresa.

O método tem em conta o carácter interdependente do conjunto das relações do modelo: o modelo estrutural integra as relações entre as variáveis latentes enquanto o modelo de medida relaciona as variáveis latentes com os indicadores (variáveis observadas).

Permite obter: índices das variáveis latentes (não observadas directamente), o peso de cada constructo/índice dentro do modelo, coeficientes do modelo estrutural (coeficientes de impacto), coeficientes do modelo de medida (pesos dos indicadores) e medidas da qualidade do modelo.

Os índices têm as seguintes propriedades¹⁷:

- capacidade de previsão: vários estudos já demonstraram que os índices de satisfação e lealdade estão correlacionados com a rentabilidade das empresas, i.e., são indicadores da rentabilidade;
- capacidade de diagnóstico: a abordagem do modelo econométrico permite estimar os índices mas também diagnosticar as razões dos valores assumidos e identificar as variáveis que devem ser objecto de actuação prioritária;
- possibilidade de agregação: os índices de satisfação são articulados ao nível da empresa e por sucessivas agregações podem ser calculados índices por sectores de actividade e por país;
- comparabilidade espacial (entre empresas, sectores de actividade, países) e temporal;
- precisão: os indicadores obtidos pela abordagem estrutural são estimados com uma precisão cerca de 20% superior aos índices obtidos pela abordagem tradicional dos estudos de mercado;

Como vimos anteriormente, os determinantes são os mesmos do modelo ACSI excepto pela introdução da varável “Imagem” que integra todo o tipo de associações que os clientes fazem com a empresa.

Como no ACSI o modelo considera dois consequentes ou indicadores de desempenho do índice de satisfação: a lealdade e as reclamações.

A lealdade é um dos indicadores mais importantes pela sua capacidade enquanto indicador da rentabilidade da empresa. O aumento do índice de lealdade constitui o objectivo central de toda a estratégia que visa a satisfação do cliente. Para além da satisfação, a lealdade do cliente também é explicada pela imagem e pelo tratamento de reclamações (ECSI Portugal).

O quadro seguinte apresenta os indicadores associados a cada variável latente:

¹⁷ ECSI-Portugal

Variável latente	Descrição do indicador
Imagem	1-Empresa de confiança no que diz e no que faz 2-Empresa estável e implantada no mercado 3-Empresa com um contributo positivo para a Sociedade 4-Empresa que se preocupa com os clientes 5-Empresa inovadora e virada para o futuro
Expectativas	1-Expectativas globais sobre a empresa 2-Expectativas sobre a capacidade da empresa oferecer produtos e serviços que satisfaçam as necessidades do cliente 3-Expectativas relativas à fiabilidade, ou seja, à frequência com que as coisas podem correr mal
Qualidade apercebida (produtos e serviços)	1-Qualidade global da empresa 2-Qualidade dos produtos e serviços 3-Atendimento e capacidade de aconselhamento 4-Acessibilidade a produtos e serviços por via das novas tecnologias 5- Fiabilidade dos produtos e serviços 6- Diversidade dos produtos e serviços 7-Clareza e transparência da informação fornecida 8-Disponibilidade das agências/localização dos postos/acesso às paragens
Valor apercebido (relação preço/qualidade)	1-Avaliação do preço pago, dada a qualidade dos produtos e serviços 2-Avaliação da qualidade dos produtos e dos serviços, dado o preço pago
Satisfação	1-Satisfação global com a empresa 2- Satisfação comparada com as expectativas (realização das expectativas) 3-Comparação da empresa com a Distância à empresa ideal
Reclamações	1-Identificação dos clientes que reclamaram com a empresa 2-Forma como foi resolvida a última reclamação (para os que reclamaram) 3-Percepção sobre a forma como as reclamações seriam resolvidas (para os que não reclamaram)
Lealdade	1-Intenção de permanecer como cliente 2-Sensibilidade ao preço 3-Intenção de recomendar a empresa a colegas e amigos

Figura 5 - Modelo ECSI Portugal - Indicadores associados às variáveis latentes. Fonte ECSI Portugal

Como se verifica, existem um total de 27 indicadores que são medidos directamente a partir dos questionários.

Para garantir a comparabilidade dos resultados entre vários sectores de actividade, o tronco principal dos questionários é comum a todos os sectores industriais. Adicionam-se questões específicas em algumas variáveis latentes e exemplos específicos nas questões para facilitar a compreensão do seu conteúdo.

Os questionários contêm em média 50 questões, das quais um número mínimo serve para critérios de qualificação e caracterização socio-económica dos respondentes, e as restantes para estimar as variáveis latentes do modelo.

As respostas são dadas na escala de 1 a 10 com a seguinte interpretação: avaliação negativa (resposta igual ou inferior a 4); avaliação neutra (resposta entre 5 e 6); avaliação positiva (resposta de 7 a 8); avaliação muito positiva (resposta superior a 8).

Resumidamente podemos dizer que a importância dos índices dentro da estratégia global das empresas tem sido discutida, mas sem dúvida que a sua empregabilidade tem crescido durante os últimos anos.

Por congregarem informação ao nível da empresa mas também ao nível nacional, e ao mesmo tempo serem padronizados e tecnicamente estandardizados, os índices são mais abrangentes, comparáveis e possíveis de relacionar com dados financeiros.

4. ENQUADRAMENTO ECONÓMICO

Quando em 1999 Portugal iniciou o processo de adesão ao euro, os principais reflexos na economia foram a redução drástica das taxas de juro e o aumento acentuado da concessão de crédito (+134%). Esta conjuntura contribuiu, por um lado, para o crescimento da procura interna, consumo e investimento, mas por outro, também para o aumento das importações e agravamento do défice externo.

O aumento do endividamento externo de -40% para -107% do PIB entre 2000 e 2010 tornou a economia portuguesa vulnerável e dependente do financiamento externo¹⁸.

Internacionalmente, durante este período, mas sobretudo nos finais da década, a incerteza face ao Euro, a instabilidade dos mercados financeiros e o adensar da crise da dívida soberana na área do Euro contribuíram para a desaceleração económica a um nível generalizado.

Em Portugal, não obstante o enquadramento mundial recessivo, a necessidade de recorrer a um programa de ajuda financeira e de cumprir determinados requisitos prudenciais, condicionou a evolução do seu desenvolvimento económico. A exigência de um esforço de consolidação orçamental, o agravamento da carga fiscal e a implementação de medidas conducentes à desalavancagem da economia tiveram consequências sobre a procura interna e sobre os vários agentes económicos.

As condições de financiamento mais restritivas (com taxas de juro agravadas), também contribuíram para a desalavancagem dos bancos e empresas. Enquanto entre 1990 e 2000 o crescimento da economia portuguesa se manteve nos 3,5% anuais, nos anos seguintes o crescimento passou para 0,8% ao ano.

Este cenário desfavorável ao desenvolvimento do negócio bancário obrigou a várias operações de reestruturação e fusão por forma a reorganizar internamente as instituições, assim como procurar mercados mais favoráveis fora do país. O objectivo foi otimizar a estrutura e os recursos disponíveis, reduzir os custos e aumentar a eficiência.

Durante a década 2004-2014 a economia portuguesa atravessou um período de crise económica estando muito perto da recessão entre 2011 e 2012. Nestes 2 anos o PIB e o RNB nacionais regrediram face aos anos anteriores e a balança de pagamentos apresentou valores negativos. A taxa de desemprego atingiu os 15,5% da população activa e a inflação atingiu os 3,65%. (tabela 1)

¹⁸ Crescimento Económico e Financiamento da Economia Portuguesa - Boletim Mensal de Economia Portuguesa (BMEP) Nº 11/2014 João Leão, Ana Martins, Gonçalves - GEE|GPEARI

Ano	PIB per capita	Taxa de crescimento real do PIB	Rendimento nacional bruto per capita	Balança de pagamentos	Taxa de Desemprego	Taxa de Inflação
2004	14533,9	1,8	14316,2	-12.691.560	6,6	2,37
2005	15105,0	0,8	14872,4	-15.679.120	7,6	2,28
2006	15799,7	1,6	15297,7	-17.743.520	7,6	3,11
2007	16643,1	2,5	16112,6	-17.088.610	8	2,45
2008	16941,6	0,2	16282,2	-21.690.500	7,6	2,59
2009	16601,4	-3,0	15993,6	-18.285.080	9,4	-0,83
2010	17017,7	1,9	16427,5	-18.260.140	10,8	1,4
2011	16686,3	-1,8	16340,7	-10.614.890	12,7	3,65
2012	16015,3	-4,0	15627,1	-3.504.950	15,5	2,77
2013	16198,7	-1,6e	16038,3	2.404.390	16,2	0,27
2014		0,9e		1.043.790	13,9	-0,28

Tabela 1 - Indicadores macroeconómicos. Fonte INE/Pordata

4.1 O SECTOR FINANCEIRO E O MERCADO BANCÁRIO PORTUGUÊS

Os bancos são instituições que desempenham funções de intermediação: disponibilizam recursos excedentários (depósitos/poupanças) sob a forma de créditos, aos agentes que deles necessitam.

Segundo o Presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, 80% da intermediação financeira na Europa ocorre através dos bancos, ao contrário dos apenas 50% nos EUA¹⁹. Estes dados permitem perceber a importância dos bancos no financiamento das empresas e desenvolvimento das economias, nomeadamente no que diz respeito ao mercado nacional.

O mercado bancário português é dominado por 5 instituições financeiras de grande dimensão que detêm 73,7%²⁰ da quota de mercado. Apesar disso, o grau de concentração, medido através do índice de Herfindahl, revela que o mercado é pouco concentrado: dentro dos segmentos grande e médio, as quotas de mercado estão distribuídas de forma equitativa entre as instituições.

Nos anos mais recentes, e graças ao desenvolvimento das novas tecnologias, a banca fomentou uma estratégia de aproximação aos clientes através da bancanet e banca telefónica. Estes novos canais de comunicação têm vindo ganhar maior impacto ao nível comercial e de transações, permitindo o redireccionamento dos balcões para a consultadoria, assim como a redução dos custos operacionais.

Atendendo ao cenário macroeconómico geral, também os bancos nacionais se ressentiram da contração económica verificada no período temporal em análise. A tabela seguinte mostra a empregabilidade do sector entre 2005 e 2012, dentro e fora do país.

¹⁹ Crescimento Económico e Financiamento da Economia Portuguesa - Boletim Mensal de Economia Portuguesa (BMEP) Nº 11/2014 João Leão, Ana Martins, Gonçalves - GEE|GPEARl

²⁰ Associação Portuguesa de Bancos

		2005	2006	2007	2008 ¹	2009	2010	2011	2012
Nº Empregados afectos à actividade doméstica	Total	51924	56201	58307	56460	58194	58069	56559	54120
	Taxa de variação %	0,8	8,23	3,74	1,9	-0,1	-0,2	-2,6	-4,3
Nº Empregados afectos à actividade internacional	Total	1256	1272	1672	1734	1852	1874	1857	1932
	Taxa de variação %	1,9	1,3	31,4	5,7	6,8	1,2	-0,9	4

Tabela 2 - Evolução do número de empregados bancários (2005 - 2012)²¹

Verifica-se claramente uma expansão da actividade entre 2006 e 2007. Os bancos contrataram mais 8,23% colaboradores que no ano anterior e fora do país este valor atingiu os 31,4% revelando a confiança económica sentida na altura. Desde essa data até hoje a taxa de variação tem vindo a diminuir. Em 2010-2011 a taxa passou a ser negativa significando que os bancos cessaram as contratações e foram obrigados a reduzir os recursos humanos existentes.

4.1.1 Evolução cronológica

A informação contida neste tópico tem como fonte os boletins informativos anuais da Associação Portuguesa de Bancos entre 2005 e 2012. A Associação Portuguesa de Bancos representa 21 de um total de 34 Bancos registados no Banco de Portugal. Os seus associados representam cerca de 96% do activo do sistema bancário.

2005	<p>No mercado accionista o índice PSI20 aumentou cerca de 17% num contexto de níveis de volatilidade reduzidos. A valorização accionista do mercado português foi praticamente igual à verificada em 2004 e ocorreu maioritariamente no segundo semestre.</p> <p>Ao nível dos indicadores económicos: margem financeira na ordem dos 1,63%, margem de negócio por volta dos 2,94%. O valor do rácio que traduz a relevância dos custos no produto (CO/PB) (cost to income) acima de 56%.</p> <p>Rompendo com a tendência decrescente que se vinha verificando, o número de pessoas empregues no sector revela uma variação líquida positiva de 425 pessoas, tendo a população bancária subido para os 53.180 elementos. Regista-se a criação de novos empregos pelo sector e um reforço da rede bancária com o crescimento do número total de balcões em 45 unidades.</p>
2006	<p>Ambiente económico nacional de ligeira retoma: o consumo privado cresceu 1,2% e as exportações aumentaram 8,7%.</p> <p>O activo líquido dos bancos registou um aumento de 8,1% assente na expansão do crédito concedido a clientes, que cresceu 9,9%.</p> <p>A rentabilidade dos capitais próprios passou de 11,65% em 2005 para 14,41% e o resultado financeiro cresceu 11,7%.</p> <p>Os resultados obtidos em mercados de capitais aumentaram 11,0% face ao ano anterior, reflectindo a conjuntura favorável que caracterizou o ano (PSI20 valorizou 29,9%).</p> <p>O número de empregados registou uma subida significativa, com uma variação positiva de 3.983 pessoas e o número de balcões aumentou em 235 unidades, reflectindo a decisão estratégica de alargamento da rede física de distribuição, de que são exemplos o BPI, o BANIF e o Banco POPULAR;</p>

²¹ Alteração da amostra em 2008 para 31 instituições, face às 33 instituições dos anos anteriores, pela exclusão do BNP SS e do Banco BIC por não existir informação histórica relativa a estas instituições para 2007 e 2008. A taxa de variação foi ajustada.

2007	<p>Enquadramento macroeconómico difícil marcado pela subida dos preços com reflexos negativos sobre o nível da actividade económica, emprego e inflação. A crise do mercado imobiliário norte-americano condicionou o acesso dos Bancos ao financiamento nos mercados internacionais e gerou uma subida das taxas de juro. O PIB registou um crescimento de 1,8% 0,6 p.p. acima do verificado em igual período do ano anterior mas insuficiente para neutralizar os efeitos da crise financeira. Assinala-se a continuidade do alargamento da rede física com o número de balcões a aumentar 415 unidades e o crescimento dos recursos humanos em mais 2506 colaboradores que no ano anterior. Paralelamente ao investimento em redes físicas de venda tradicional e desenvolvimento da banca net e telefónica, as instituições bancárias têm vindo a recorrer aos promotores externos, agências imobiliárias (para o crédito à habitação), agentes de seguros (para os produtos de banca seguros). Em 2007, o total de promotores externos para captação de negócio bancário ascendia a 25.576, mais 43,8% que no ano anterior.</p>
2008	<p>Enquadramento económico particularmente adverso: crise global dos mercados financeiros, deterioração dos níveis de confiança, escassez de recursos financeiros e despoletar de uma recessão económica global. A escassez de recursos financeiros traduziu-se ao nível do crédito concedido nos segmentos particular e empresarial: embora o financiamento às empresas tenha crescido 3,4% face a 2007, o crédito a particulares que cresceu 10,7% em 2007 cresceu apenas 4,2% em todas as finalidades (habitação, consumo e outros fins). O indicador dos créditos de cobrança duvidosa, com 1,6% em 2007 e em tendência decrescente desde 2003, regista uma inversão e um agravamento para os 2,2%.</p> <p>A crise de liquidez fez encarecer os recursos provocando uma degradação da margem financeira que se situou nos 1,58% menos 0,05% que em 2007.</p> <p>Os indicadores de rentabilidade também demonstram uma variação negativa: os resultados líquidos passaram de 14,3% em 2007 para 10,3%, o ROA de 0,70% em 2007 para 0,51% e ROE de 14,28% no ano anterior para 10,32%.</p> <p>Os serviços e comissões apresentam um crescimento de 8% face a 2007, ano que foi influenciado por um valor excepcional de comissões pagas no contexto da OPA do BCP sobre o BPI justificando dessa forma a taxa de crescimento obtida.</p> <p>As operações em mercados de capitais cresceram 10,7% relativamente ao ano anterior, não obstante o comportamento adverso dos principais índices bolsistas, Dow Jones Eurostoxx (-46,3%) PSI20 (-51,3%).</p> <p>Para esta evolução contribuíram as vendas das participações efectuadas por algumas instituições, entre as quais se destacam a venda das participações na REN e ADP, pela CGD e a venda de participação no BFAngola pelo BPI, operações que geraram mais-valias consideráveis.</p> <p>O número de colaboradores cresceu 2,1% face a 2007 justificado em parte pela expansão da rede comercial que passou a contar com mais 319 balcões.</p>
2009	<p>Retração da actividade económica em 2,7%, a taxa de desemprego atinge os 10% no final do ano, com a conseqüente contracção do consumo e subida dos níveis de incumprimento de crédito. No segundo semestre surgem alguns sinais de recuperação.</p> <p>As taxas de juro atingiram mínimos históricos e os mercados financeiros registaram alguma recuperação, com o índice bolsista PSI20 a valorizar-se mais de 33% no total do ano. Os efeitos conjuntura económica e da crise de liquidez são visíveis na redução do peso do crédito a clientes (crescimento do crédito a clientes passou de 12,2% em 2008 para de 2,4% em 2009) e aumento do peso dos recursos de bancos centrais.</p> <p>O indicador dos créditos de cobrança duvidosa atingiu o valor mais elevado da década com 3,2%. Verifica-se o crescimento nos capitais próprios e equiparados que representam 8,9% do total dos recursos, em resultado dos aumentos de capital ocorridos em várias instituições, com especial significado no caso do BES.</p>

2010	<p>A necessidade de apoio financeiro às economias grega e irlandesa resultou numa crise do risco soberano na área do euro e provocou o receio de contágio às economias da periferia, particularmente Portugal. Como resultado, aumenta a aversão ao risco e os ratings soberanos foram revistos em baixa.</p> <p>No caso português este factor adicionado à crise da dívida pública desencadeou a diminuição dos ratings dos bancos portugueses, penalizando as suas condições de acesso aos mercados internacionais de dívida e de capitais e conduzindo à falta de liquidez no sector.</p> <p>Estes acontecimentos por sua vez condicionaram a oferta de crédito, cuja taxa de crescimento estava já em contracção desde 2008, pela obrigação de políticas de avaliação do risco mais restritivas e pelo decréscimo na procura por parte de particulares e empresas.</p> <p>Os índices accionistas IBEX (Espanha) e PSI20 desvalorizaram 17,43% e 10,34% respectivamente, por oposição ao índice DAX que valorizou 16,06%.</p> <p>A margem financeira dos bancos diminui quer em valor absoluto, quer por referência ao produto bancário.</p> <p>Verificou-se ainda a queda de cotações nos mercados accionistas (nomeadamente do índice PSI20), aumento das yields no mercado de dívida pública portuguesa e da dívida corporativa portuguesa.</p> <p>A quebra na rentabilidade resulta sobretudo das diminuições ao nível da margem financeira, dos resultados de operações financeiras e de um agravamento dos custos operativos.</p> <p>A deterioração na rentabilidade dos capitais próprios em 2010 resultou sobretudo de uma menor rentabilidade a nível dos activos financeiros, com um menor peso dos juros pagos pelos passivos financeiros. As deteriorações, relativas e absolutas, ao nível do produto bancário e da margem financeira foram determinantes para a deterioração do ROE.</p> <p>Entre 2007 e 2010, o resultado antes de impostos (RAI) das instituições financeiras caiu a uma taxa média anual de 30,8%. Este decréscimo representou, no período, uma perda de 20,3 pontos percentuais, enquanto percentagem do produto bancário.</p> <p>As instituições financeiras de grande dimensão diminuíram número de empregados, tendência já revelada por este segmento nos últimos anos. Entre 2007 e 2010 a taxa de crescimento média anual foi negativa (-0,7%).</p> <p>Até 2007 a taxa de crescimento média anual do número de balcões foi de 2,8%, nos últimos dois anos, desceu para cerca de 1,4% ao ano, em média.</p> <p>Fusão por incorporação do Banco Santander de Negócios Portugal, S.A. no Banco Santander Totta, S.A.;</p>
2011	<p>Desaceleração económica, incerteza face ao Euro e instabilidade dos mercados financeiros internacionais.</p> <p>O endividamento público e privado e aumento percepção do risco de crédito da dívida soberana tornaram as condições de financiamento nos mercados internacionais incomportáveis, obrigando a um pedido de ajuda financeira externa. O Programa de Assistência Económica e Financeira impôs medidas como a redução do rácio de transformação (relação entre crédito e depósitos), o reforço dos rácios de capital e da liquidez e a redução do financiamento face ao exterior, que vieram condicionar o desenvolvimento económico e financeiro do país.</p> <p>A instabilidade dos mercados financeiros aumentou, assim como a volatilidade e a aversão ao risco. Os principais índices accionistas tenderam a perder valor e os spreads de crédito aumentaram em função do grau de vulnerabilidade financeira dos países.</p> <p>O agravamento na rubrica de imparidade de activos deveu-se à reestruturação da dívida soberana grega e a perdas nas acções nacionais, com o resultado de forte desvalorização do PSI 20.</p> <p>A incerteza económica e financeira prejudicou o desempenho do sistema financeiro no volume da actividade, qualidade do crédito e na rentabilidade dos bancos. A rentabilidade antes de impostos dos capitais próprios (ROE) passou de 3,85% em 2010 para -7,53%.</p> <p>A deterioração acentuada da rentabilidade deve-se ao impacto de 4 factores:</p> <ul style="list-style-type: none"> - a transferência parcial dos fundos de pensões dos bancos para o Estado; - o reconhecimento de imparidades de crédito adicionais resultantes do SIP (special inspections program); - a aplicação de um haircut sobre a dívida soberana da Grécia; - a Contribuição sobre o Sector Bancário; <p>Em virtude da deterioração do contexto económico, dá-se a partir de 2011, uma alteração na tendência histórica de crescimento do activo das instituições financeiras.</p>

	A necessidade de redução de custos de funcionamento juntamente com a reestruturação da rede de balcões resultante de processos de fusão provocou uma redução da rede de balcões em cerca de 2,4%, assim como a contração do número de colaboradores em cerca de 2,2%.
2012	<p>Enquadramento financeiro de elevada volatilidade e aversão ao risco e ambiente de inúmeras restrições e imposições de natureza regulamentar e legal.</p> <p>Contração da actividade bancária em todas as rubricas mas sobretudo no stock de crédito a clientes. Políticas de concessão de crédito mais selectivas, aumento da poupança e subida dos spreads foram os factores determinantes na redução do recurso ao crédito.</p> <p>A rentabilidade antes de impostos dos capitais próprios situou-se em -12,2%, comparando com -7,53% em 2011.</p> <p>O nível extremamente baixo das taxas de juro, o reduzido número de novas operações de crédito, e o aumento do incumprimento nos créditos vencidos, o nível elevado da remuneração dos depósitos e os juros pagos pelo financiamento reduziram a margem financeira.</p> <p>Houve uma ligeira compensação pelo crescimento dos resultados das actividades de mercado que beneficiaram dos ganhos obtidos com a alienação de títulos de dívida, principalmente de dívida pública, e da valorização verificada no mercado bolsista.</p> <p>Os custos operativos mantiveram a tendência decrescente iniciada já no ano anterior: o número de empregados diminuiu 4,3% sobretudo na sequência do encerramento de balcões (redução de 5,1% em relação ao ano anterior).</p> <p>Ao contrário da actividade doméstica, que contraiu, a actividade internacional cresceu sobretudo na captação de recursos de clientes, o que contribuiu para reforçar a estabilidade das fontes de financiamento.</p>

4.2 O MERCADO DE CAPITAIS EM PORTUGAL

As bolsas de valores são mercados organizados onde se transaccionam acções, i.e. títulos emitidos por uma empresa que representam fracções do seu capital social (a menor parcela em que se divide o capital de uma sociedade anónima).

As acções podem ser convertidas em dinheiro e o seu valor depende de factores internos, como a saúde económica e financeira da empresa ou perspectivas de negócio mas também de factores externos, como a instabilidade política.

A bolsa portuguesa em Lisboa remonta à Bolsa e Valores de Lisboa (BVL), criada em 1769 e no Porto à Bolsa de valores do Porto (BDP) fundada em 1891. Em 1974 são ambas desactivadas só voltando a reabrir alguns anos depois.

Em 1991 é aprovado o Código do Mercado de Valores Mobiliários, os mercados de valores mobiliários são desregulamentados e as Bolsas deixam de ser detidas pelo Estado e passam para a administração das Associações de Bolsa. No mesmo ano é também criada Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que passa a ser a entidade responsável pela regulação, supervisão e fiscalização dos mercados de valores mobiliários.

Em 1999, a BVL e a BDP fundiram-se, dando origem à Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLPL).

Durante a década de 90 o mercado português desenvolveu-se acentuadamente no contexto do desenvolvimento dos mercados europeus, cada vez mais integrados. Além disso, as ofertas públicas de venda de grandes empresas nacionais permitiram o que o mercado de valores ganhasse dimensão, alargasse da sua base de investidores e diversificasse as actividades sectoriais.

Em 2002 as acções da BVLP são adquiridas pela Euronext, um mercado de bolsa pan-europeu com sede em Amsterdão constituído em 2000 através da fusão das bolsas de Paris, Amsterdão, Bruxelas e Reino Unido. A Euronext veio permitir que o mercado de capitais português acompanhasse o desenvolvimento das bolsas internacionais e permitisse aos investidores e às empresas cotadas uma exposição internacional, conferindo-lhes acesso privilegiado a mercados dotados de elevada profundidade e liquidez²².

Em 2007 dá-se a fusão da Euronext com a NYSE (New York Stock Exchange) permitindo à Euronext Lisbon juntar-se à maior corporação operando em várias bolsas de valores do mundo.

A capitalização e o volume de transacções das bolsas europeias aumentaram exponencialmente nos últimos anos devido não apenas à pouca rendibilidade dos instrumentos financeiros tradicionais, mas também a novas estratégias de investimento mais voltadas para o risco.

²² <http://euronextlisbon.pai.pt/>

5. SATISFAÇÃO DO CLIENTE E O MERCADO DE CAPITAIS

Existem vários estudos a relacionar a satisfação dos clientes com a performance económica das empresas de uma forma global, mas muito poucos a relacionar a satisfação com a cotação das acções ou a resistência ao risco. Apenas durante a última década surgiram alguns estudos nesta matéria com resultados pouco unânimes e muito discutidos, levando-nos a crer que ainda existe muita investigação a fazer nesta área.

Um dos primeiros autores a debruçar-se sobre o assunto foi precisamente o mentor do primeiro índice nacional de satisfação, Claes Fornell²³ num estudo de 2006.

A ideia fundamenal é a de que, se o sistema económico capitalista for eficiente, o capital dos investidores acompanha as escolhas dos consumidores²³ punindo e recompensando as empresas em função da informação disponível. Ou seja, as empresas são avaliadas tanto pelos consumidores, quando decidem comprar, como pelos investidores, quando decidem onde depositar a sua confiança e investir o seu capital.

Um outra característica dos mercados eficientes é corrigirem as distorções provocadas pela restrição do poder dos consumidores das empresas monopolistas. Apesar de favoráveis do ponto de vista dos monopólios, as limitações às escolhas dos consumidores representam um impacto bastante negativo no sistema económico e funcionamento dos mercados.

Esta lógica da eficiência dos mercados e do impacto dos investidores na avaliação da performance das empresas remete-nos a duas questões fundamentais: saber quais as variáveis que contribuem para a definição do valor das acções e de que forma o marketing pode complementar a informação financeira/contabilística e proporcionar avaliações mais completas das empresas.

O objetivo do marketing é fazer crescer o valor das empresas, e uma das formas mais eficazes de concretizar esse objectivo é através dos clientes. No entanto, a relevância do marketing está fortemente condicionada à capacidade de se determinar o seu impacto, desde a definição das políticas e estratégias até aos resultados financeiros das empresas.

Um estudo de 2009, Rust, & Srivastava²⁴ procura clarificar esta cadeia de eventos e descreve várias questões-problema levantadas pelo Marketing Science Institute e o Emory Marketing Institute que pretendem perceber qual é a contribuição do marketing na avaliação das empresas:

- até que ponto as cotações das acções em bolsa reflectem os indicadores de marketing, (valor da marca, satisfação do cliente, etc.). Os activos intangíveis (marca, clientes, relacionamento com fornecedores, parceiros de negócio) devem ser tidos em conta na avaliação financeira e performance das empresas?

²³ Fornell, C., Mithas S., Morgeson III & Krishnan M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 1, pp. 3-14

²⁴ Dominique M. Hanssens, Roland T. Rust, & Rajendra K. Srivastava, Marketing Strategy and Wall Street: Nailing Down Marketing's Impact, Emory University, *Journal of Marketing*, Vol. 73 (November 2009), 115-118

- qual é o impacto das marcas no nível, crescimento e risco dos cashflows?
- quais as métricas do marketing que são comunicadas aos investidores e quais é que estes preferem?
- as análises dos especialistas influenciam o preço das acções? O valor da marca pode influenciar o teor das recomendações?

Muita da relutância da gestão de empresas em adoptar métricas do marketing tem a ver com a incerteza da relevância dessas métricas no mercado de capitais. Alguns analistas não consideram a satisfação um activo intangível relevante na avaliação da performance das empresas, nem consideram que clientes satisfeitos sejam geradores de vantagens competitivas.

No entanto, vários estudos têm demonstrado que quanto mais competitivos são os sectores de negócio, maior a importância das variáveis-chave do marketing, como a satisfação e lealdade. Nestes ambientes, maiores níveis de satisfação de uma empresa face às concorrentes representam melhores resultados nos seus níveis de recompra, redução das reclamações e consequentemente na sua liquidez.

De uma forma geral, o nível das relações que as empresas mantêm com os clientes é um bom indicador da performance global da empresa: a satisfação provou ter impacto na lealdade e no comportamento dos consumidores (Fornell, 1992), por sua vez a lealdade aumenta a taxa de utilização, (Fornell, 1992) as receitas futuras, (Rust & Keiningham, 1994) reduz o custo de transacções futuras, (Reicheld & Sasser, 1990) diminui a elasticidade ao preço (Anderson, 1996) e diminui a probabilidade de abandono da empresa (Anderson & Sullivan, 1993).

Em 2004 outro estudo²⁵ também encontrou relações bastante significativas entre a satisfação do cliente e a métrica financeira *Tobins q*, que mede o retorno dos accionistas.

Posto isto, podemos considerar a satisfação como um activo económico das empresas. Apesar de intangível, este activo pode ser associado aos activos económicos convencionais e permitir análises acerca qual pode ser o valor de reter clientes.²⁶

Uma das motivações para a criação do índice ACSI foi o facto de se poder desenvolver uma medida fidedigna dos níveis de satisfação dos clientes, capaz de se relacionar com a performance das empresas a longo prazo.

Contudo, o ACSI mede satisfação passada e não a actual (as respostas reflectem a avaliação dos clientes sobre experiências ocorridas no passado) o que faz dele um indicador do que aconteceu mas não do que está a acontecer, tornando-se menos relevante para os analistas. Além disso, os analistas têm acesso a outras fontes de informação que avançam dados que só mais tarde surgem reflectidos no ACSI.

²⁵ Anderson, E.W.; Fornell, C. & Mazvancheryl, S. (2004). Customer Satisfaction and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, 68, 172-185

²⁶ Fornell, C., Mithas S., Morgeson III & Krishnan M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 1, pp. 3-14

Ainda assim, vários estudos²⁷ revelam que o mercado vê o ACSI como um indicador de confiança da performance futura das empresas e um indicador que contém informação adicional às métricas financeiras tradicionais.

Se o valor de mercado das empresas é entendido como as expectativas dos investidores face ao nível (O'Sullivan & McCallig, 2009) e redução dos riscos dos cashflows (Srivastava et al., 1998 e Hanssens et al., 2009) e se os aumentos na satisfação se traduzem no crescimento do cashflows (Gruca & Rego, 2005), então a satisfação dos clientes é um factor relevante na determinação do valor das empresas e quaisquer informações acerca da sua variação deveriam reflectir-se automaticamente no preço das acções.

Apesar de vários estudos provarem que indicadores não financeiros de activos intangíveis melhoram a precisão da previsão das receitas futuras, receitas operacionais e valor da empresa (Ngobo, et al., 2011), que a satisfação fornece informação relevante para determinar cashflows futuros, comportamentos de recompra, recomendação boca-a-boca (Anderson, 2004), e reduz os custos das transações e reclamações, que por sua vez permitem aumentar as receitas (Rust, 2002), muitos analistas não incorporam esta informação nas suas previsões, ou não o fazem imediatamente (Ngobo, et al., 2011).

Existem várias razões que justificam a falta de reacção imediata dos investidores perante os resultados do ACSI ou ainda situações aparentemente anómalas em que a subida no ranking do ACSI se traduziu na queda das cotações da empresa.

As discrepâncias entre o preço das acções e os resultados do ACSI podem resultar de várias circunstâncias²⁸:

- os investidores podem reagir negativamente à subida da satisfação dos clientes caso considerem que isso decorre do (elevado) investimento de recursos nesse activo;
- os custos de aumentar a satisfação podem ser muito elevados e a satisfação pode ser obtida à custa da produtividade;
- a distância face ao nível de satisfação das empresas concorrentes, se existir um grande afastamento entre os níveis de satisfação das empresas, não se esperam grandes retornos decorrentes das melhorias na satisfação;
- o abandono dos clientes pode aumentar a média da satisfação, uma vez que a empresa só retém os clientes satisfeitos sem que haja nenhuma melhoria objectiva da satisfação. Tenderá a acontecer com maior probabilidade nos mercados competitivos onde existem poucas barreiras de troca e nenhum poder monopolista;

²⁷ O'Sullivan, D., & McCallig, J. (2009). Does customer satisfaction influence the relationship between earnings and firm value? *Market Letters*, 20, 337–351.

²⁸ Fonte: Fornell, C., Mithas S., Morgeson III & Krishnan M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 1, pp. 3-14

- a periodicidade do ACSI ser anual e apesar de ser cumulativo e captar a experiência do cliente desde o início até ao presente, pode acontecer que alguns efeitos dos compradores ocorram nos períodos entre medições;
- as expectativas do mercado também têm impacto e mesmo que a empresa suba no ranking do ACSI as outras variáveis podem ter ficado aquém da performance esperada, assim como a própria subida na satisfação pode ser considerada insuficiente caso a empresa tenha anunciado anteriormente investimentos no âmbito do serviço ao cliente.

5.1 O IMPACTO DA SATISFAÇÃO NA VARIAÇÃO DO PREÇO DAS ACCÕES

Para se perceber até que ponto a informação não financeira, nomeadamente a satisfação, é uma boa métrica para os investidores e útil na previsão de retornos futuros, vários autores desenvolveram estudos a este respeito.

Como já vimos, a satisfação envolve comportamentos que se relacionam tipicamente com a recompra de produtos/serviços e com o aumento da lealdade. Ter uma base de clientes leais permite antecipar receitas futuras (reduzindo a volatilidade), aumentar a frequência de compra (reduzindo os custos de transação e de relacionamento), aumentar a recomendação boca a boca, (que diminui o custo de aquisição de novos clientes) e aumentar o poder negocial da empresa com os stakeholders, nomeadamente, fornecedores.

Estes factores traduzem-se no aumento dos cashflows e na redução a sua variabilidade, o que a longo prazo maximiza o retorno dos accionistas fazendo dos clientes satisfeitos verdadeiros activos económicos geradores de cashflows futuros.

Os activos intangíveis ou activos de mercado (valor da marca, métricas dos clientes, relacionamento com stakeholders, etc.) desempenham um papel fundamental e podem melhorar a performance das empresas de várias formas, nomeadamente, facilitando a penetração mais rápida dos produtos, promovendo o crescimento da marca e diminuindo os custos de venda e de serviço. Estes factores permitem o aumento dos cashflows e redução da sua vulnerabilidade. Por sua vez a menor volatilidade reduz o custo do capital e facilita as decisões dos investidores que assim podem maximizar o valor da empresa e dos seus accionistas.

O valor dos clientes (soma do LTV) não só tem correspondência com o valor das empresas como é um dos seus determinantes, fazendo todo o sentido que seja tido em conta na contabilização dos indicadores financeiros e de activos das empresas.

Análises ao valor da marca revelaram que as variáveis relacionadas com as marcas adicionam poder explicativo aos modelos de variáveis puramente contabilísticas, de margens e volume de negócios (Hanssens et al., 2009). Ou seja, de forma a maximizar a informação é necessário que os gestores relacionem as métricas não financeiras dos activos intangíveis oriundos do marketing, com os resultados financeiros.

O Financial Accounting Standards Board²⁹ por exemplo, recomenda que as empresas também forneçam informação não financeira aos investidores, para que seja uma ferramenta extra para avaliar a quantidade, *timing*, e incerteza dos ganhos futuros. Para isso, a informação deve ser comunicada aos mercados financeiros, divulgada nos relatórios anuais e incluída na lista dos drivers-chave da performance das empresas, (Tuli & Bharadwaj, 2009).

A relevância das métricas não financeiras faz com que cada vez mais empresas empreguem indicadores relacionados com a satisfação na avaliação da sua performance.

A figura seguinte ilustra o processo que decorre desde a satisfação dos clientes até ao retorno dos accionistas. O primeiro nível apresenta as consequências directas da satisfação, que passam pelos indicadores de recompra, crossselling, menor sensibilidade ao preço e recomendações boca-a-boca. O segundo nível apresenta as consequências indirectas da satisfação que decorrem directamente do primeiro nível de indicadores, que são: aceleração e aumento dos cashflows, redução do risco dos cashflows e aumento do valor residual. Qualquer um destes indicadores serve como determinante directo do valor dos accionistas.

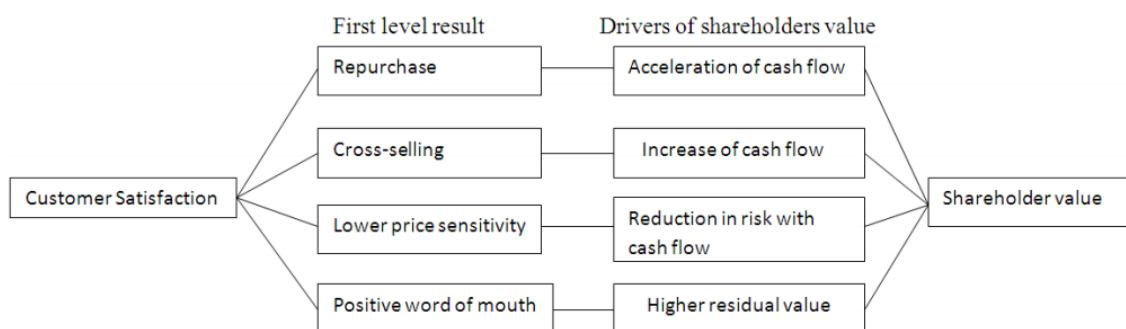


Figura 6 - Modelo conceptual da relação entre satisfação e valor dos accionistas, adaptado de: Matzler Stahl 2000 em Singh, Pattanayak (2014)

Por outro lado a disponibilidade pública do ACSI tem permitido o crescimento dos estudos que exploram o impacto financeiro da satisfação do cliente.

Em 2006 é publicado um dos primeiros estudos³⁰ que relaciona a variação da posição das empresas no ranking do ACSI com a flutuação da cotação das acções no mercado financeiro.

O objectivo foi perceber se as empresas com subidas nos níveis de satisfação no ACSI também melhoravam o seu valor no preço das acções cotadas em bolsa. Para isso foram construídos 2

²⁹ O Financial Accounting Standards Board é uma organização americana criada em 1973 que pretende padronizar os procedimentos da contabilidade financeira de empresas cotadas em bolsa e não-governamentais. A padronização é importante para o funcionamento eficaz da economia. A missão é estabelecer e melhorar as normas de contabilidade financeira que fornecem informação útil aos investidores. <http://www.fasb.org/home>

³⁰ Fornell, C., Mithas S., Morgeson III & Krishnan M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 1, pp. 3-14

portfolios com acções, um teórico e um real, com uma selecção das empresas colocadas nos primeiros 20% do ranking. A cada publicação de um novo ranking de satisfação as empresas são recolocadas nas posições de topo. Os resultados mostraram que durante um período de grandes oscilações do mercado, estas empresas proporcionaram ganhos cumulativos (sem dividendos e custos de transacção) muito superiores às performances médias do Dow Jones, S&P 500 e NASDAQ.

Quando o valor do mercado subiu, o preço das acções destas empresas subiu mais que a média e quando o mercado desceu, a satisfação dos clientes proporcionou uma almofada face a quedas acentuadas.

Investimentos baseados na satisfação produzem mais retornos e contrariam o princípio financeiro de que mais retornos implicam maiores riscos. Os 2 *portfolios* bateram o mercado com riscos sistemáticos mais baixos e margens mais consideráveis.

Podem existir acções com performances contrárias a esta tendência. Por exemplo, se uma empresa entrou no *portfolio* porque estava no top 20 do ACSI mas a procura dos seus produtos caiu drasticamente, é natural que o valor das suas acções também caia, ou seja, não é sustentável pensar que a satisfação dos clientes seja capaz de inflacionar o preço das acções quando o seu nível de vendas cai.

A satisfação pode ser vista como uma medida da dimensão, lealdade e qualidade da base de clientes duma empresa, mas também uma medida da saúde económica e uma métrica que afirma o princípio fundamental dos mercados livres capitalistas: os investidores recompensam as empresas que vão ao encontro das necessidades dos clientes (Tuli & Bharadwaj, 2009).

Segundo o estudo, a satisfação tal como medida pelo ACSI está altamente relacionada com o valor de mercado das acções. No entanto o mercado pode levar algum tempo a ajustar as cotações das acções, o que nos leva à questão de como é que os investidores reagem a notícias sobre alterações na satisfação. Os estudos não encontraram evidência de que a reacção seja atempada. Será porque essa informação já está, de alguma maneira, incorporada no valor das acções ou o mercado comporta algumas imperfeições?

5.2 SATISFAÇÃO E RECOMENDAÇÕES DOS ANALISTAS

Para além do impacto da satisfação nas medidas contabilísticas de retorno é importante perceber qual é o seu contributo nos mercados financeiros (analistas e investidores institucionais) para além da informação que já está reflectida nas outras métricas (Tuli & Bharadwaj, 2009).

Segundo Luo, et al.³¹ a satisfação dos clientes é um activo intangível essencial para a actividade dos investidores e analistas, por isso ligar as métricas de marketing aos investidores deve ser uma prioridade da gestão de empresas.

Os analistas³² assumem um papel fundamental: além de agregarem dados macroeconómicos complexos, planos de negócio e outra informação nem sempre disponibilizada ao público, fornecem recomendações e previsões sob um ponto de vista técnico, reduzindo a assimetria de informação entre empresas e investidores, e influenciam as decisões de compra/venda assim como o preço das acções.

Ao congregarem informação de várias variáveis, tais como ganhos, crescimento, dimensão, volume de negociação, etc. as recomendações dos analistas podem ser excelentes preditoras do valor das acções.

Como já foi referido, a satisfação produz impacto sobre a lealdade, retenção, recomendações boca-a-boca e tolerância ao preço, que por sua vez afectam a dimensão e crescimento dos cashflows. Neste sentido, a satisfação funciona como um indicador da performance futura das empresas. Sendo que os analistas se baseiam nos cashflows para realizar as suas recomendações, quanto melhores as perspectivas de cashflows futuros maior a probabilidade dos analistas fazerem recomendações favoráveis (Luo et al., 2010).

Por outro lado, quanto menor a incerteza dos cashflows futuros, menor também o erro de previsão (Ngobo, et al., 2011) e menor a sua dispersão i.e., maior consenso entre analistas.

As respostas dos analistas não são simétricas perante subidas e descidas nos índices de satisfação. Por estar associado ao aumento de cashflows e a menor incerteza acerca da performance financeira futura, aumento da satisfação é incorporado mais rapidamente que a diminuição. As descidas implicam a revisão total do plano de negócio, taxas de crescimento e dificultam a previsão da rentabilidade futura. Os analistas são mais reticentes a fazer previsões pessimistas por isso os erros de previsão são maiores após uma descida na satisfação do que após uma subida.

Os efeitos da satisfação dependem dos níveis de satisfação base de onde as empresas partem e da volatilidade dos rankings de satisfação: quanto maior o nível de satisfação menor a sensibilidade às suas variações. Quando empresas com baixos níveis de satisfação conseguem uma subida, esse efeito pode causar impacto aos analistas, ao passo que uma empresa que já tenha altos níveis de satisfação, mesmo que apresente um aumento, vai alterar pouco os níveis de cashflow e proporcionar pouca informação adicional aos analistas. O mesmo acontece com as descidas: os altos níveis de satisfação atenuam os efeitos negativos quando a satisfação desce. Níveis elevados de satisfação criam uma bolha de isolamento que protege as empresas de choques negativos.

A volatilidade da empresa também influencia o impacto da satisfação na previsão dos analistas. Quanto maior a volatilidade dos níveis de satisfação das empresas menor o seu efeito nas análises. Ou seja, os benefícios de um aumento da satisfação diminuem à medida que a volatilidade da

³¹ Luo X., Homburg C., Wieseke J. (2010). Customer Satisfaction, Analyst Stock Recommendations, and Firm Value. *Journal of Marketing Research*: December 2010, Vol. 47, No. 6, pp. 1041-1058.

³² Empresas de corretagem, bancos, investigadores, etc.

satisfação aumenta uma vez que os analistas só incorporam a informação sobre a satisfação quando esta é mais estável.

A magnitude das variações da satisfação também produz impactos diferentes. Uma descida acentuada seguida de uma descida menor não terá grande impacto. Além disso quando existem grandes subidas/descidas estas são incorporadas nas previsões antes da publicação do índice.

O impacto da variação da satisfação nas recomendações e dispersão das recomendações é maior nos mercados mais competitivos e incertos. Isto porque, durante os períodos de maior volatilidade, grande parte do valor das empresas reside nos activos intangíveis, levando os investidores a confiar mais nas empresas com melhores posições nestes activos. Sobretudo nos mercados altamente competitivos os aumentos da satisfação tendem a traduzir-se em recomendações positivas por parte dos analistas. Quanto mais favoráveis as recomendações, menor a vulnerabilidade dos cashflows futuros e menores os riscos sistemático e idiossincrático (Luo, et al., 2010).

Quando os mercados financeiros atravessam períodos de turbulência os analistas privilegiam as métricas não financeiras, como a satisfação, que permitem previsões mais precisas dos cashflows futuros e do valor dos investimentos a longo prazo. Sendo os activos não financeiros mais complexos e difíceis de quantificar, o papel dos analistas de mercado torna-se crítico na avaliação dos activos tangíveis e intangíveis, e as recomendações podem ser um canal através do qual as informações acerca da satisfação chegam aos investidores.

5.3 O RETORNO E O RISCO

A questão do risco é fundamental quando se avaliam os ganhos em acções decorrentes das melhorias da satisfação. Investidores que apenas avaliam a performance em termos de retorno correm mais riscos e podem perder oportunidades de negócio lucrativas.

Um estudo de 2009³³ descrevia que melhorias na satisfação fazem diminuir os riscos sistemático e idiossincrático. Estas 2 dimensões do risco entendem-se como:

³³ Tuli K., & Bharadwaj (2009). Customer Satisfaction and Stock Returns Risk

Risco Sistemático	Grau em que o retorno das acções é uma função do retorno do mercado, isto é, até que ponto o retorno das acções está dependente das flutuações do mercado;
Risco Idiossincrático	<p>Volatilidade das acções não explicada pelas variações do mercado. Risco associado às circunstâncias únicas de cada título. Representa cerca de 80% da variação das acções.</p> <p>Altos níveis de risco idiossincrático indicam muita incerteza dos cashflows esperados o que pode condicionar determinadas decisões estratégicas, (capacidade para adquirir ou alienar acções) e comprometer a sobrevivência da empresa devido à incerteza que inspiram em potenciais parceiros.</p> <p>Perceber o impacto da satisfação neste risco demonstra a importância do marketing nos mercados financeiros.</p>

Clientes satisfeitos permanecem mais tempo na empresa fazendo por isso aumentar as taxas de retenção e construir uma base estável de clientes. Esta por sua vez permite manter um nível consistente de cashflows e desenvolver uma margem de robustez que protege a empresa dos movimentos do mercado.

Nos ambientes de forte competição clientes leais tendem a manter-se com a empresa devido ao valor que percebem receber. Quando o mercado desacelera os clientes são tentados com ofertas de outras empresas, no entanto, tendem a comprar mais nas empresas com as quais desenvolveram maiores relações de compromisso, sugerindo que aumentos na satisfação diminuem a vulnerabilidade dos cashflows nos períodos de desaceleração.

Pelo contrário, nas empresas com satisfação decrescente, é mais provável que os seus clientes escolham a concorrência quando esta lhe oferece pequenas ofertas ou preços mais baixos. Nestas circunstâncias, os cashflows serão provavelmente mais afectados pela desaceleração do mercado, o que se traduz num aumento do risco sistemático.

Uma base estável de clientes permite o conhecimento das suas necessidades e padrões de consumo permitindo o ajuste da produção à procura. Reduz a variação dos custos do serviço (diminui a rejeição de ofertas desajustadas), reduz reclamações, aumenta a retenção, diminui os custos de recuperação de clientes e a empresa fica menos dependente de baixar os preços para reter clientes. Menos volatilidade dos custos e maior estabilidade de receitas resultam em cashflows mais estáveis fazendo diminuir o risco idiossincrático.

Enquanto o pagamento de dividendos tende a aumentar o risco sistemático, porque os mercados não recompensam empresas que não reinvestem os seus ganhos para garantir cashflows futuros em momentos de desaceleração dos mercados³³, a concentração dos mercados aumenta o risco idiossincrático, porque se pode especular que existem muitas empresas a sair do sector, e a concentração torna as empresas alvo de maior escrutínio e regulação dos Estados.

Uma vez que a satisfação reduz os riscos sistemático e idiossincrático, um aumento na satisfação pode ser usado para reduzir a volatilidade das acções e exposição do *portfolio* aos movimentos do mercado.

Há estudos que defendem que a satisfação acima da média não produz apenas retornos adicionais mas também apresenta menor risco sistemático (Fornell, 2006), enquanto outros autores defendem não haver diferença entre o risco sistemático de um *portfolio* de empresas com elevada e crescente satisfação e um *portfolio* com baixa e decrescente satisfação (Aksoy, 2008).

As divergências dos resultados podem decorrer do tipo de análise empreendida. Pesquisas na área financeira têm demonstrado que estudos que usam dados do mercado de acções dependem muito dos modelos e variáveis utilizadas (Fama, 1998 e Aksoy, 2008). Os resultados difusos acerca da satisfação e retorno podem ter várias causas, nomeadamente diferenças na construção dos *portfolios*, o uso ou não de factores de risco e assim como de outras variáveis econométricas (Ngobo, et al., 2012).

5.4 O SENTIMENTO DOS INVESTIDORES

As flutuações do preço das acções variam não apenas consoante as receitas e cashflows das empresas mas também devido a factores externos que influenciam o sentimento dos investidores.

A crise financeira 2008/9 demonstrou que além do crescimento económico e dos cashflows, outros factores de segunda linha, como o sentimento dos investidores, podem ser importantes nas flutuações do preço das acções (Merrin et al., 2012).³⁴

Os activos de mercado podem influenciar o valor da empresa de 2 formas:

- a) através das métricas contabilísticas/financeiras;
- b) através das expectativas dos investidores em termos dos cashflows futuros, i.e., percepções que os investidores têm da empresa.

O risco das percepções dos clientes se alterarem, sem nenhuma razão que não a informação fundamentada, é designado pela literatura financeira como risco não-formal.

O *sentimento* define-se pelas reações do mercado capazes de provocar variações no preço das acções e que não se baseiam em informação formal/concreta, mas antes em enviesamentos, desinformação ou excitação desajustada de investidores que negociam na base de tendências. Podem empurrar o preço das acções para valores diferentes daqueles que seriam os valores baseados na eficiência do mercado (Merrin et al., 2012)³⁴

³⁴ Merrin R., Hoffman, A. Pennings, J., 2012 Customer satisfaction as a buffer against sentimental stock-price corrections, Mark Lett (2013) 24:13–27

O comportamento dos gestores é afectado pelo sentimento do mercado e a satisfação tem um papel fundamental como barreira de impermeabilização a estes movimentos inesperados. Amortece o risco de movimentos negativos e a vulnerabilidade associada ao sentimento dos investidores.

Empresas que aumentam nos níveis de satisfação são menos susceptíveis a correcções no preço das acções causadas pelo sentimento dos investidores, e têm melhores retornos, independentemente dos períodos de sentimento positivo ou negativo. Pelo contrário, empresas com menor satisfação apresentam maiores correcções no preço das acções em resultado das reacções ao sentimento do mercado (Merrin et al., 2012)³⁴.

5.5 IMPACTO DA SATISFAÇÃO VERSUS IMPACTO DO ACSI

O estudo de Fornell (2006) indica que os dados do ACSI contêm informação relevante para a avaliação do valor das empresas mas que os investidores respondem tardiamente à sua divulgação. Este facto vai, em princípio, contra a teoria do mercado eficiente na qual os investidores avaliam e utilizam toda a informação disponível.

No entanto outro estudo³⁵ reexamina este modelo e conclui que a relevância do ACSI está limitada a um conjunto de empresas do sector da internet e computação e que a satisfação do cliente pode melhorar o valor da empresa mas que esta informação já está incluída nas receitas correntes. Neste caso os investidores não reagem a acontecimentos que são expectáveis porque as previsões já incorporam as expectativas, e a publicação do ACSI não provoca efeito se os analistas já tiverem antecipado os resultados do índice de satisfação.

Os resultados demonstram que a associação entre retorno das acções e satisfação é mais forte no momento da variação da satisfação do que da publicação do ACSI. Os analistas não são influenciados pela métrica do ACSI *per se*, mas contabilizam informação sobre a satisfação antes da publicação dos resultados do índice, ou seja, obtêm a informação através de outras fontes: comunicados da empresa, press releases etc. (Ngobo, et al., 2009).

Por outro lado, o *timing* com que a informação chega aos intervenientes, normalmente em tempos diferenciados, faz com que não haja uma tradução imediata do ACSI nas recomendações dos analistas.

Uma das questões mais levantadas tem a ver com a disponibilidade da informação assim como a forma como esta se apresenta. Qualquer estudo nesta área tem de se sujeitar à disponibilidade de dados e embora os estudos longitudinais sejam os mais apropriados, raramente é possível dispor de toda a informação necessária para horizontes temporais alargados. Por outro lado as medidas de satisfação não são uniformes em todas as empresas e dificilmente são comparáveis. Ao contrário das

³⁵ Jacobson R. Mizik N. (2009), Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction Marketing Science 28(5), pp. 810–819, INFORMS

métricas financeiras, as métricas de marketing nem sempre são objectivas e entendidas por todos e nem sempre é possível converter métricas qualitativas em métricas relacionáveis com outras.

Finalmente, as abordagens com foco no retorno dos accionistas exigem que os especialistas de marketing sejam capazes de sair da sua zona de especialização e aumentem as capacidades e conhecimentos nas áreas financeira e de gestão (Singh & Pattanayak, 2014)³⁶.

5.6 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

Este capítulo destina-se a apresentar resumidamente os principais modelos usados pelos autores nos estudos sobre os efeitos da satisfação no valor dos *portfolios* de acções.

*Para que um investimento seja considerado arriscado não é preciso que os seus resultados esperados sejam desfavoráveis, basta que sejam incertos*³⁷.

1. CAPM – Capital Asset Pricing Model – é um modelo criado por William Sharpe e John Lintner na década de 60 que avalia activos e descreve a relação entre o risco e o retorno esperado de um investimento. Baseia-se na ideia de que os investidores devem ser compensados por 2 factores: o tempo em que o seu dinheiro está investido e pela exposição ao risco.

O modelo calcula o montante da compensação (retorno) que o investidor deve exigir para fazer um investimento arriscado. O retorno adicional deve exceder a taxa de retorno de um investimento sem risco.

Parte de 2 taxas de referência: rendimento de uma acção sem risco (títulos do tesouro americano) e o retorno do mercado (índice Dow Jones). É calculado através do parâmetro *beta* (que representa o risco sistemático) e compara os retornos do activo no mercado durante um período de tempo com o retorno do mercado. Um *beta* igual a zero significa que o investimento não comporta nenhum risco, e se for igual a 1 significa que o risco do investimento é igual ao risco do mercado. Quanto maior o *beta* maior o risco sistemático da empresa e maior devera ser a compensação exigida pelo investidor.

O CAPM supõe que existe uma relação linear entre retorno do investimento e o retorno do mercado:

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

onde:

r = taxa de retorno do investimento

R_f = a taxa de retorno para uma acção sem risco (*proxy* da taxa das obrigações do tesouro Americano a 10 anos)

R_m = taxa de retorno esperada do mercado

B = beta do activo

³⁶ Linking of Customer Satisfaction with Shareholders' value: A Review, Global Journal of Finance and Management ISSN 0975-6477 Volume 6, Number 5 (2014), pp. 403-412

³⁷ O Modelo CAPM, Carlos Alexandre Sá e José Rabello de Moraes

No entanto, o modelo é incapaz de explicar os retornos das empresas nas franjas do mercado, i.e., as pequenas empresas e as empresas subvalorizadas pelo mercado que atingem retornos superiores aos que o CAPM consegue explicar. É neste contexto que surge o modelo a 3 factores Fama-French.

2. Modelo de 3 factores Fama-French – extensão do modelo CAPM acrescentando 2 novas variáveis “dimensão” e “valor”.

Fama e French descobriram que existem três factores de risco diferentes e depois de verificarem que acções de pequena capitalização (factor dimensão) e empresas com baixos rácios entre valor comercial e valor contabilístico, book-to-market (factor valor) podem superar a rentabilidade do mercado numa base regular, decidiram adicionar estes 2 factores ao modelo CAPM.

As reticências na utilização destes 2 factores pode ser explicada por 2 razões: o excesso de risco que as acções de valor e pequena capitalização enfrentam e consequentes elevados custos de capital, e também pela incorrecta avaliação que os investidores fazem acerca do valor destas empresas, cujo excesso de retorno só é atingido a longo prazo.

Fama e French definiram o factor dimensão como a diferença de rendimentos entre as maiores e menores acções no banco de dados do Center of Research for Security Prices e o factor valor como a diferença de rendimentos entre as acções com os rácios book-to-market 30% mais altos e os 30% mais baixos.

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f) + \beta_{SMB} + \beta_{HML} + \alpha$$

Onde:

r – retorno esperado do portfolio

R_f - retorno sem risco

R_m - retorno do mercado

SMB - retorno associado ao factor dimensão

HML - retorno associado ao factor valor

Os coeficientes de SMB e HML assumem valores entre 0 e 1

3. Modelo de 4 factores Carhart é uma extensão do modelo de três factores Fama-French, que inclui um quarto factor conhecido por *momentum* (MOM). Momentum é a tendência para o preço das acções manter a direcção que teve até ali. É calculado subtraindo-se a média ponderada das empresas com melhor desempenho da média ponderada das empresas com menor desempenho.

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f) + \beta_{SMB} + \beta_{HML} + \beta_{MOM} + \alpha$$

5.7 O ACSI NÃO INFLUENCIA O MERCADO DE CAPITALIS

Se o mercado for eficiente, o valor acções deve reflectir toda a informação disponível sobre o valor da empresa, nomeadamente dados sobre a satisfação publicados através do ACSI. Contudo a rapidez e precisão com que o mercado reage às variações do valor dos activos intangíveis é incerta.

Como já vimos, alguns estudos demonstraram que o ACSI está positiva e significativamente associado ao valor da empresa (Anderson, 2004, Fornell, 2006, Gruca & Rego, 2005) e à sua valorização no mercado de capitais. Contudo outros estudos obtiveram conclusões diferentes. Ittner et al. (2009) defendem que o mercado reflecte imediatamente os resultados do ACSI mas o índice não tem capacidade de prever ganhos extra a longo prazo, Aksoy et.al. (2008) defendem que o *portfolio* do ACSI supera os ganhos do mercado apenas sob condições de expansão da economia e Jacobson & Mizik (J&M)(2009) defendem que o mercado só desvaloriza a informação do ACSI no sector das indústrias da internet e telecomunicações.

Estes últimos autores (J&M) dividem as empresas em 3 grupos, sector público 27%, internet 8% e restantes empresas 65% e constroem 4 *portfolios* baseados em 2 variáveis dicotómicas: “Satisfação está acima ou abaixo da média nacional” e “Satisfação subiu ou desceu face à última publicação do ACSI”.

Calculam modelos de risco Carhart (1997) a 4 factores, retornos adicionais para além dos retornos esperados e retornos adicionais ponderados pelo valor para cada *portfolio*. O modelo de risco ao nível da empresa envolve obter uma estimativa de retornos adicionais por empresa (i.e., estimando modelos de risco específicos por empresa), agregar os retornos adicionais num *portfolio* durante determinado período e determinar se a média dos retornos adicionais das empresas é significativamente diferente de zero. O modelo usado foi:

$$Ret_{pt} - Ret_{risk\ free_t} = \alpha_p + \beta_p Ret_{mkt_t} - Ret_{risk\ free_t} + sp(SMB_t) + hp(HML_t) + mp(MOM_t) + pt$$

Onde:

Ret_{pt} é o *portfolio* ponderado pelo valor de retorno bruto no período t .

R_f - retorno sem risco

Ret_{mkt} – retorno do mercado

SMB - retorno associado ao risco da dimensão

HML - retorno associado ao risco do valor book-to-market

MOM - retorno associado ao risco do momentum

Erro aleatório

Encontram retornos adicionais no *portfolio* com maior nível de satisfação no sector da internet mas concluem que nas outras empresas não há relação entre o ACSI e o preço das acções (Jacobson & Mizik 2009)³⁸.

³⁸ Jacobson R. Mizik N. (2009). The financial markets and customer satisfaction: Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction Marketing Science 28(5), pp. 810–819, INFORMS

Fornell³⁹ rebate estas conclusões de J&M explicando que os seus dados demonstram precisamente o contrário. As empresas no topo do ranking do ACSI batem o mercado. Durante o período de recessão de 2008 o portfolio só esteve exposto a 52% das perdas do mercado. J&M concluíram que não existem retornos acima do mercado, com risco ajustado e estatisticamente significativos no *portfolio* 1 (empresas com altos níveis de satisfação e que melhoraram a satisfação). No entanto os valores demonstrados foram 6,4% de retorno num período de 10 anos ou 8,4% dependendo do tratamento dado ao risco.

Por outro lado o *portfolio* 4 (com satisfação mais fraca e decrescente) demonstra retornos adicionais negativos de -1.4% a 10 anos, o que prova a diferença de performance entre portfolios com forte e fraca satisfação.

Quando a amostra e horizonte temporal são pequenos e os dados têm grande variação é difícil encontrar significância estatística. No entanto neste caso o horizonte é alargado (10 anos) o que torna implausível considerar que um retorno que persiste durante este tempo se deve ao acaso ou à compensação do risco.

Para Fornell o que fez rejeitar a hipótese nula foram os baixos p-values por ter sido usado um teste bilateral em vez de unilateral, (usando uma aba existe relação com 5% de significância); e um corte que J&M efectuaram na amostra com a eliminação das empresas com relação mais forte entre satisfação e retorno nas acções (sector internet) e serviço público (relação não tão forte mas considerável).

Por outro lado, modelo utilizado também não é o mais adequado para prever retornos adicionais nas acções. O *portfolio* de J&M não é suficientemente diversificado e adequado ao modelo CAPM que provou não detectar retornos anuais de 3% acima do mercado com risco ajustado, em 70% dos casos, sobretudo quando o número de empresas da amostra é inferior a 75 (o que deverá ser o caso de J&M). É difícil ajustar modelo CAPM aos retornos da satisfação porque apesar de poderem ser ajustados do ponto de vista estatístico (F significativo) têm resíduos elevados que vão contra a teoria dos mercados eficientes que defende que o risco explica a variação dos retornos³⁹

Também aquilo que é encarado como factores de risco no modelo Fama-French (dimensão e valor book-to-market) ou no modelo Carhart (momentum) podem não ser bons avaliadores das dificuldades das empresas. Ao contrário das áreas financeiras, o marketing não assume que os investidores têm percepções homogéneas do risco³⁹.

Fornell (2009) defende que a satisfação do cliente impulsiona retornos quer pela via do risco alfa (retorno pela compensação do risco assumido) quer pela do risco beta (risco sistemático). O modelo CAPM não reconhece as flutuações do beta como estratégia deliberada para conseguir retornos adicionais mas sim como um risco a ser considerado.

À medida que os clientes ganham mais informação e poder, as métricas tradicionais tornam-se menos capazes de prever a criação de riqueza das empresas, por comparação às métricas dos activos de mercado que se tornam mais preditivas.

³⁹ Fornell, C., Sunil M., Morgeson F. III (2009), Commentary: The Economic and Statistical Significance of Stock Returns on Customer Satisfaction, *Marketing Science*, 28 (5), 820 – 825

Outros autores (O'Sullivan et.al.2009) refazem o estudo de *portfolio* de Fornell (2006), com algumas diferenças, e concluem que não há evidências de ganhos adicionais nas acções com maiores níveis de satisfação no ACSI.

As diferenças em relação ao primeiro estudo são:

	O'Sullivan et al.	Fornell et al.
Desagregação dos portfolios	5 portfolios (20%, 40%, 60%, 80%, 100%)	2 portfolios: top20% bottom 80%
Comparação de portfolios	Compara top 20% com restantes 4 portfolios	Compara top com bottom e com mercado
Horizonte temporal	1996-2006 e 1997-2003	1996-2006
Modelo de controlo do risco	rácios Sharp para cada portfolio (perceber se o retorno adicional decorre da compensação do risco)	
Outras variáveis de controlo do risco	mercado, dimensão, book-to-market, factor momentum;	
Testes estatísticos para os ganhos adicionais	(alfa) Jensen para testar a significância estatística dos retornos adicionais do portfolio do ACSI	

Tabela 3 - Diferenças entre os 2 estudos

Para controlar o efeito do risco usam modelos que estimam risco e retornos adicionais dos *portfolios*:

1. Modelo derivado do CAPM:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} retorno do portfolio ACSI no período t superior à taxa livre de risco e R_{Mt} retorno adicional do S&P500 no mês t

2. Modelo Fama e French a 3 factores:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1} R_{Mt} + \beta_{i2} SMB_t + \beta_{i3} HML_t + \varepsilon_{it}$$

SMB_t factor que representa a dimensão (Small Minus Big) e HML_t factor que representa o rácio book-to-market (High Minus Low)

3. Modelo Fama e French a 4 factores incorporando o efeito momentum:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1} R_{Mt} + \beta_{i2} SMB_t + \beta_{i3} HML_t + \beta_{i4} MOM_t + \varepsilon_{it}$$

α_i = alfa Jensen reflecte a dimensão do retorno que não resulta da exposição ao risco

Consistente com Fornell (2006) também é o *portfolio 1* que consegue os maiores retornos, em média 8,42% acima dos outros. No entanto quando se estima o alfa Jensen usando o modelo a 3 ou a 4 factores, a magnitude dos retornos não é suficiente para gerar retornos adicionais estatisticamente significativos devido à elevada variação anual do desvio padrão. Ou seja, os retornos não são suplementares face ao risco que acarretam e não indicam que o mercado erra na valorização das acções (O'Sullivan et.al. 2009).

As acções das empresas que estão no top do ACSI superam economicamente a performance mas têm rácios Sharp maiores que o S&P500 e que os outros *portfolios*.

A perspectiva de Fornell (2006) defende que o mercado leva algum tempo a incorporar a informação proveniente dos activos intangíveis. Um exemplo ilustrativo tem a ver com o subestimar e não reconhecer os benefícios a longo prazo das alterações ocorridas em investigação e desenvolvimento. Muitas vezes, apenas quando estes activos se reflectem nas métricas contabilísticas e financeiras é que são tidos em conta.

No caso do sector da internet os autores sugerem que os resultados podem ser atribuídos à natureza volátil e incerta do sector, bem como ao período de aprendizagem que os mercados têm durante revoluções tecnológicas. Durante estes períodos o preço das acções das empresas ligadas a inovação tende a exhibir padrões de bolha e não podem ser antecipados, por isso não foram incorporados mais cedo.

A capacidade de estudar relação dos resultados da satisfação com o mercado de acções foi, em grande medida, facilitada pelo desenvolvimento do ACSI, que fornece uma base de dados actualizada e transversal a um leque variado de empresas e aplica uma metodologia comum. Estes dados permitem fazer a ligação do marketing ao nível das empresas, às métricas da performance dos mercados financeiros (Ittner et al., 2009).

Se o ACSI estiver associado à performance futura (receitas, margens, retorno operacional) e se o mercado for eficiente, as acções devem reagir às mudanças inesperadas do ACSI.

Outro estudo⁴⁰, pretende perceber se o ACSI tem capacidade incremental de prever a performance operacional futura e se aumentos significativos e inesperados no ranking do ACSI estão associados a retornos adicionais curto prazo após o anúncio dos dados.

Para se considerar que o mercado desvalorizou informação relevante é preciso que a informação publicada traga algo de novo face à informação já existente, relativamente à performance operacional futura das empresas. Mesmo que a satisfação aumente a performance é questionável que o ACSI seja a melhor medida da satisfação em todas as empresas e que exista ligação entre ele e o mercado de acções.

Por outro lado, os níveis do ACSI estão altamente correlacionados e os resultados podem ser antecipados e incorporados pelo mercado ainda antes de divulgados, uma vez que os investidores procuram tirar partido de toda a informação disponível de forma a conseguir os melhores ganhos.

Ittner et al. mediram a correlação do ACSI com 3 indicadores da performance das empresas: receitas, margens de lucro e ROA, e demonstraram uma associação positiva, o que significa que o ACSI é um indicador com poder incremental da performance operacional futura. Um aumento de 10 pontos no ACSI corresponde a um aumento de 1,3% no ROA no ano seguinte (Ittner et al. 2009).

Para perceber se os investidores incorporam a informação nas acções em tempo útil examinaram a reacção a curto prazo usando variações percentuais no ACSI relativas à última publicação e não apenas a reacção dicotómica das mudanças (positivo ou negativo), como Fornell. Contruíram 5 *portfolios* baseados na magnitude das mudanças face à última publicação do ACSI.

A cada publicação do ACSI posicionaram-se as empresas em quintis usando a variação face aos valores anteriores.

Calcularam o retorno dos *portfolios* com e sem ponderação em 3 estratégias de negociação: longa, (365 dias), média, (180 dias) e curta, (90 dias ou até nova publicação do ACSI). Com ponderação as empresas são ponderadas de acordo com a sua capitalização no final do dia antes da publicação. Sem ponderação todas acções valem o mesmo. Os retornos são calculados admitindo que o investidor comprou acções no fecho do dia da publicação do ACSI e as manteve até ao período seguinte ou até uma variação do ACSI, vendendo ao preço de fecho desse dia.

⁴⁰ Ittner C., Larcker D, Taylor D., (2009), The Stock Market's Pricing of Customer Satisfaction, *Marketing Science*, 28, 826 - 835

Analisaram retornos com e sem ajustamento ao mercado controlando assim as oscilações no preço das acções que se devem ao mercado e calcularam o retorno médio do mercado e o retorno médio adicional.

Para controlar o risco usaram modelo Fama a 3 factores para cada quintil representando diferentes níveis de satisfação. Concluíram que o retorno não varia entre níveis diferentes de satisfação nem é estatisticamente significativo em nenhuma das 3 estratégias usando o ajustamento ao risco.

Contudo, e quando analisando a performance da empresa sob o ponto de vista do ROA, concluíram que um aumento de 10 pontos no ACSI está associado a um aumento de 1,3% de retorno em activos no ano seguinte, sugerindo que o índice de satisfação é uma medida importante e um indicador da performance operacional futura.

Uma limitação ao estudo é que outras informações importantes podem ser publicadas simultaneamente com os dados ACSI e isso pode confundir a análise.

Aumentos significativos nos resultados do ACSI baixam temporariamente a avaliação de risco para estas empresas. No entanto à medida que se alarga o horizonte temporal a relação diminui, sugerindo que as alterações do ACSI foram incorporadas.

Confirmam que a informação da satisfação do cliente, tal como capturada pelo ACSI, é relevante na medida em que é incrementalmente preditiva do desempenho operacional futuro e portanto, pode ser importante para os gestores que pretendem melhorar o preço das acções. O facto de a curto prazo o mercado reagir a grandes variações no ACSI e a longo prazo não reagir sugere que o mercado é eficiente a incorporar a informação do ACSI.

O mercado reage rapidamente ao anúncio de grandes aumentos do ACSI assim que essas informações são publicadas. No entanto, testes com métodos contabilísticos e financeiros não fornecem nenhuma evidência de que informações ACSI possam ser usadas para obter retornos adicionais a longo prazo.

Em 2013 Eric Chemi publicou um artigo na Businessweek⁴¹ em que compara 146 empresas do ACSI cotadas em bolsa durante 2013 e revela que as empresas com menores índices de satisfação foram as que obtiveram melhores resultados na bolsa. O artigo foi comentado e uma das razões apontadas para este resultado prende-se com o horizonte temporal demasiado apertado. Os investidores podem ter decidido comprar acções mais baratas e com más performances em vez de investir em acções caras de empresas reconhecidas pela sua qualidade. Seria necessário um horizonte temporal mais alargado para confirmar ou refutar esta tendência.

Em conclusão, podemos dizer que podem existir tantos resultados quantos estudos a este respeito, e embora possam existir várias razões para isso, dependerão sempre da amostra e metodologias de análise.

⁴¹ Proof That It Pays to Be America's Most-Hated Companies, 2013

6. METODOLOGIA E DADOS NECESSÁRIOS

6.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS

Muitos estudos acerca da satisfação não utilizam sequências temporais e cingem-se apenas a acontecimentos ou episódios específicos. No entanto, quando o objecto de estudo é o impacto das variações nos comportamentos deve optar-se pelas análises longitudinais que tratam horizontes temporais mais vastos e permitem não só perceber tendências, mas também controlar outras variáveis que podem criar ruído na relação.

Uma das conclusões da análise longitudinal da satisfação e rentabilidade que Bernhardt et al., 2000 dedicaram ao sector da restauração, é que, quando verificado no mesmo período de tempo, não se encontra correlação entre satisfação e performance financeira. No entanto, o mesmo estudo encontrou uma relação forte entre satisfação e probabilidade de voltar ao restaurante, significando que, apesar de a satisfação não ter impacto imediato nas vendas e nos lucros, afecta as intenções dos consumidores no que respeita a voltar no futuro.

É importante perceber que, quando analisada pontualmente, a performance financeira pode ser resultado de vários factores que não apenas a melhoria dos níveis de satisfação: publicidade, políticas de preços (promoções, descontos), factores económicos ou de gestão, intensidade e nível de competição do mercado etc.. o que dificulta a identificação do contributo isolado de cada variável. Apenas aumentando a série temporal é possível controlar potenciais enviesadores da estimativa.

Este projecto pretende analisar um período de 10 anos e fornecer um enquadramento teórico e empírico que possa ser usado para avaliar o impacto financeiro que diferentes níveis de satisfação dos clientes causam na variação das cotações das empresas no mercado de capitais. Para estimar as variações (ganhos extra) geradas pelo aumento da satisfação, a metodologia requer a estimação de relações entre as variáveis que descrevem os níveis de satisfação e as variáveis de variação do valor das acções.

Serão abordados 2 grandes constructos: satisfação, construída a partir dos índices de satisfação (ECSI) e o retorno financeiro, construída a partir dos dados sobre cotações de acções do PSI20.

6.2 DADOS PSI20

Foram extraídas as cotações diárias de abertura, fecho, valor máximo e mínimo diário das acções das instituições bancárias BES, BPI, MBCP e Santander, entre Outubro de 2003 e Dezembro de 2014⁴².

Os dados extraídos do website do Euronext⁴³ incluem ainda o total de acções transaccionadas, o número de transacções e o volume de negócios diário por banco.

Para calcular a média do mercado foram também extraídas as cotações diárias de abertura, fecho, valor máximo e mínimo entre Janeiro de 2003 e Dezembro de 2014 do índice PSI20.

Nos ficheiros de cada banco foram encontradas falhas numéricas nas células com as cotações diárias. Estas células (missing values) foram preenchidas replicando a observação imediatamente anterior.

Exemplo: para o banco BES a observação do dia 24/03/2006 tem um valor de 3,96€ e para o dia 25/03/2006 o valor da cotação de fecho está em branco. Neste caso, não havendo possibilidade de obter o valor real da cotação para este dia replicou-se o valor da cotação do dia imediatamente anterior (3,96€).

Para um total de 28420 observações foram replicados cerca de 200 missing values (0,7%).

6.2.1 Estatísticas descritivas

Para cada instituição bancária foram analisadas cotações de fecho diárias num horizonte temporal de 10 anos (2004 – 2014), por isso o número de observações anuais para cada banco corresponde ao número de dias úteis em que foram transacionadas acções no índice PSI20. Só foi possível obter valores para os últimos 2 meses de 2003. Ainda assim o ano de 2003 foi considerado como base para calcular a variação anual face a 2004 e a variação referência para um período de 10 anos.

Na tabela seguinte podemos ainda observar os valores médios anuais das cotações no fecho diário assim como o seu desvio-padrão. Verifica-se que é no ano de 2008 que 3 bancos (BES, BPI e MBCP) apresentam os valores mais elevados no desvio padrão, significando que foi neste ano que o valor das acções se revelou menos constante.

Pelo contrário, os anos de 2004/5 foi os que registaram maior estabilidade no preço das acções nos bancos BES, BPI e Santander⁴⁴.

⁴² As acções referentes ao BES cessaram de ser comercializadas em Agosto 2014.

⁴³ <http://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa>

⁴⁴ O ano de 2003 tem os valores mais baixos por ter a menor frequência de resultados.

	BES			BPI			MBCP			Santander		
Ano	Nr Obs.	Média Fecho	Desvio Padrão Fecho	Nr Obs.	Média Fecho	Desvio Padrão Fecho	Nr Obs.	Média Fecho	Desvio Padrão Fecho	Nr Obs.	Média Fecho	Desvio Padrão Fecho
2003	46	3,30	0,07	46	2,32	0,07	46	0,52	0,10	46	5,51	0,23
2004	259	3,58	0,09	259	2,61	0,09	259	0,57	0,08	259	5,56	0,31
2005	257	3,47	0,07	257	2,86	0,23	257	0,66	0,08	257	6,29	0,41
2006	255	3,98	0,31	255	4,74	0,55	255	0,74	0,14	255	7,78	0,61
2007	255	5,37	0,48	255	5,37	0,33	255	0,98	0,17	255	8,90	0,34
2008	256	3,42	0,76	256	2,38	0,72	256	0,47	0,17	256	7,13	1,42
2009	256	2,26	0,35	256	1,73	0,28	256	0,28	0,05	256	5,94	1,68
2010	258	1,94	0,25	258	1,52	0,20	258	0,23	0,04	258	6,59	0,67
2011	257	1,28	0,36	257	0,90	0,29	257	0,13	0,07	257	5,22	0,85
2012	256	0,63	0,14	256	0,60	0,18	256	0,04	0,01	256	4,34	0,49
2013	255	0,79	0,13	255	1,07	0,14	255	0,06	0,01	255	5,11	0,52
2014	149	1,00	0,27	255	1,56	0,20	255	0,10	0,02	255	6,59	0,48
Total	2759	2,57	1,50	2865	2,30	1,49	2865	0,39	0,31	2865	6,30	1,48

Tabela 4 - Estatísticas descritivas bancos

A tabela 5 descreve os mesmos dados da tabela anterior neste caso para o índice PSI20. Os dados seguem a mesma tendência sendo 2008 o ano em que o mercado demonstrou maior flutuação (o desvio-padrão é 3 vezes mais elevado que a média dos 10 anos de observação) e 2004 foi o ano em que o mercado se mostrou mais consistente.

	PSI20		
Ano	Nr Obs	Média	Desvio Padrão
2003	46	6518,59	137,07
2004	259	7359,46	227,6
2005	257	7838,1	245,93
2006	255	9886,46	597,09
2007	255	12506,06	662,47
2008	256	9145,81	1932,57
2009	256	7338,77	890,84
2010	258	7634,96	429,72
2011	257	6845,05	943,67
2012	256	5202	364,34
2013	255	6036,02	279,25
2014	255	6372,29	914,43
Total	2865	7723,63	635,41

Tabela 5 - Estatísticas descritivas PSI20

O gráfico seguinte descreve a prestação das médias anuais de fecho por banco (em euros):

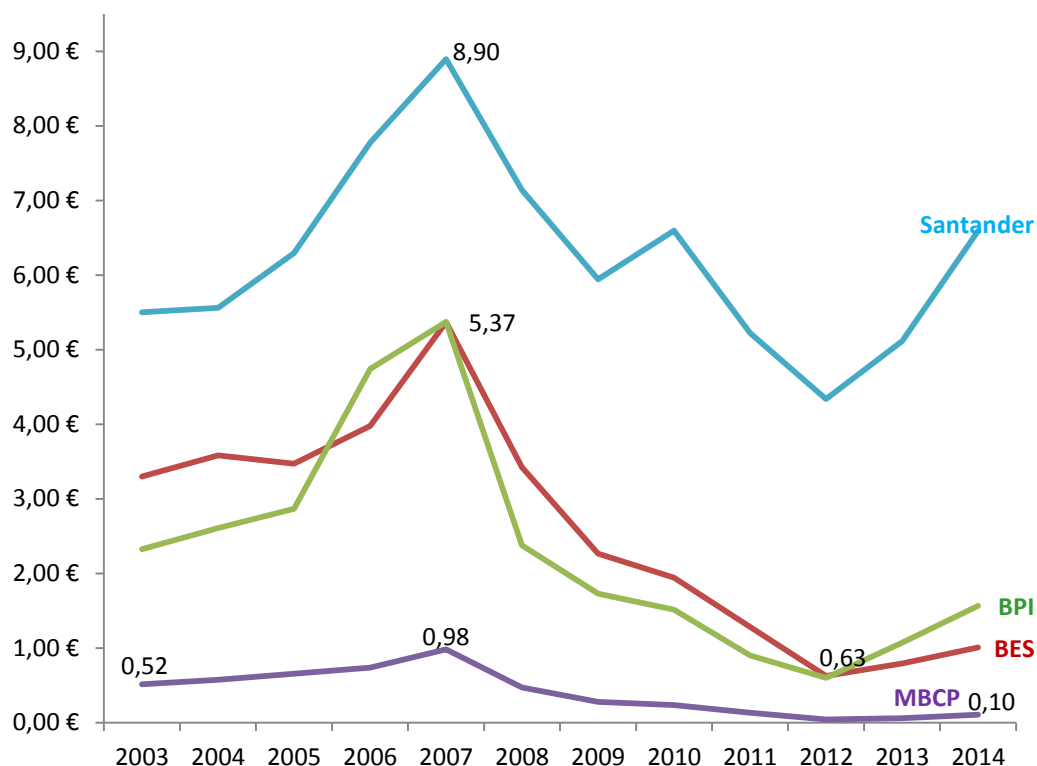


Gráfico 1 - Médias anuais da cotação dos bancos (euros)

Pela análise gráfica é possível verificar 2 aspectos:

- os resultados dos 4 bancos apresentam alguma consistência nos picos e nas quebras (nomeadamente em 2007 e 2012 respectivamente) sugerindo uma tendência;
- existem discrepâncias nos valores absolutos das acções: o Santander é o banco melhor cotado em bolsa, seguido de BES e BPI, bastante equiparados e o banco com menos valor no PSI20 é o MBCP que durante o período observado nunca atingiu valores superiores a 1 euro.

	BES	BPI	MBCP	Santander	PSI 20
2004	8,63	12,15	11,23	1,13	12,9
2005	-3,06	9,87	14,56	13,14	6,50
2006	14,52	65,63	12,20	23,58	26,13
2007	34,98	13,25	33,30	14,38	26,50
2008	-36,25	-55,76	-51,90	-19,74	-26,87
2009	-33,88	-27,20	-40,96	-16,75	-19,76
2010	-14,10	-12,40	-15,85	10,94	4,04
2011	-34,08	-40,57	-44,87	-20,81	-10,35
2012	-51,19	-33,5	-68,11	-16,89	-24,00
2013	26,96	79,00	44,27	17,83	16,03
2014	26,56	45,81	74,44	28,90	5,57

Tabela 6 - Taxas de variação anuais (em %)

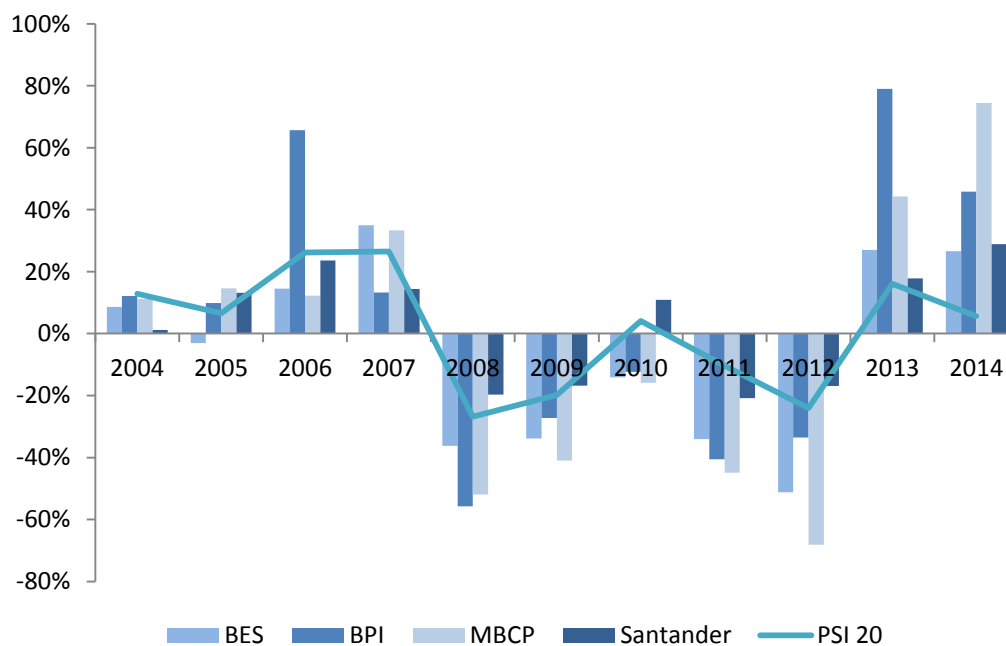


Gráfico 2- Variações anuais (em %)

Pela análise da tabela e do gráfico verifica-se que nos anos 2006, 2013 e 2014 BPI e MBCP atingiram picos de crescimento face aos anos anteriores, com taxas de variação superiores a 65%, conseguindo subidas muito superiores ao mercado.

No sentido inverso, com as descidas mais significativas, destacam-se os anos 2008 e 2012. O BPI e MBCP a liderar as descidas em 2008 na ordem dos 50% face ao ano anterior e o BES e o MBCP com variações negativas de 51% e 68% respectivamente em 2012.

Verifica-se também que todos os bancos seguem aproximadamente a mesma tendência do mercado, excepção para o banco Santander que em 2010 contrariou a tendência de descida dos competidores e subiu cerca de 10% face à cotação média do ano anterior.

No entanto a instabilidade não foi homogénea nem entre os bancos nem temporalmente. Observando a tabela e gráfico seguintes verificamos que a instabilidade na cotação das acções foi aumentando no decorrer do período observado, atingindo o seu máximo a partir de 2011.

Entre 2004 e 2007 foi o BPI a apresentar maior volatilidade no preço das acções e a partir de 2007 é o MBCP a liderar a instabilidade no valor de mercado das suas acções seguido do BPI. Entre 2011 e 2014 o valor das acções destes 2 bancos variou em média 50% por ano.

O banco Santander foi o que se manteve mais estável ao longo de todo o período de análise não sendo todavia totalmente imune ao aumento da instabilidade do mercado a partir de 2008.

	BES	BPI	MBCP	Santander	Total
2004-2007	15,3%	25,2%	17,8%	13,1%	17,9%
2008-2010	28,1%	31,8%	36,2%	15,8%	28,0%
2011-2014	34,7%	49,7%	57,9%	21,1%	40,9%

Tabela 7 - Variação média anual em 3 períodos

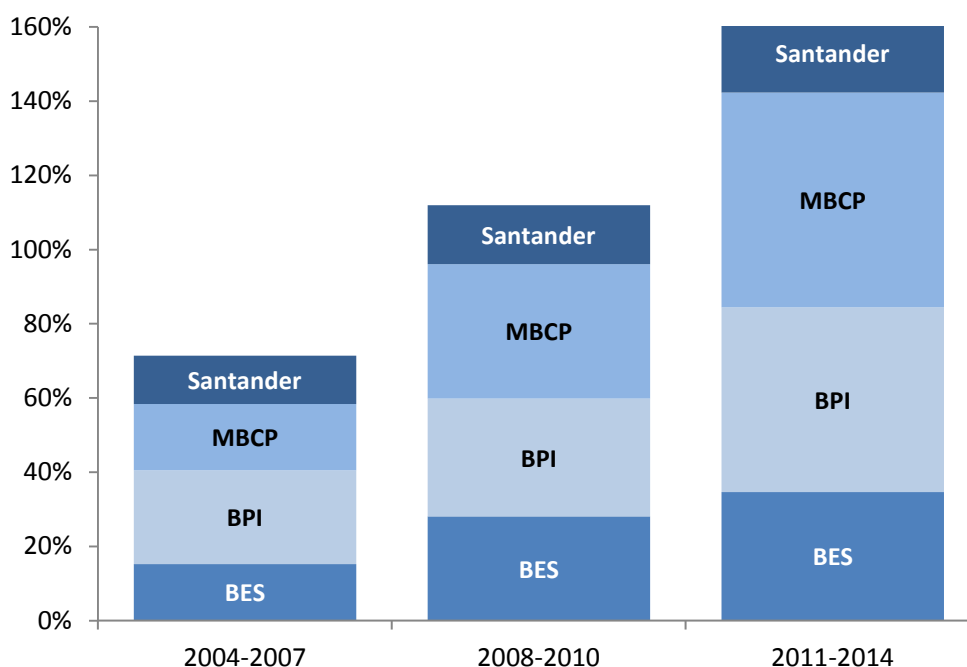


Gráfico 3 - Variação média anual em 3 períodos

Analisando a evolução das acções partindo de um ponto de referência fixo (2003) é possível verificar que a longo o prazo o mercado se desvalorizou significativamente a partir de 2007, conseguindo uma ligeira recuperação entre 2012 e 2014.

Entre 2006 e 2007 todos os bancos, assim como o PSI20, conseguiram subidas, no entanto o BPI foi o banco a conseguir subidas mais acentuadas (mais de 100% face a 2003).

Em 2008, 2009, 2010 e 2014 o Santander foi o único banco a conseguir variação positiva face a 2003 enquanto os seus competidores tiveram taxas negativas. Em 2014 conseguiu performance superior ao mercado. (v. tabela 8 e gráfico 4)

	BES	BPI	MBCP	Santander	PSI 20
2004	8,63	12,15	11,23	1,13	12,90
2005	5,30	23,22	27,43	14,41	20,24
2006	20,59	104,09	42,98	41,39	51,67
2007	62,77	131,13	90,59	61,73	91,85
2008	3,77	2,26	-8,33	29,80	40,30
2009	-31,39	-25,56	-45,88	8,06	12,58
2010	-41,06	-34,79	-54,46	19,88	17,13
2011	-61,15	-61,25	-74,89	-5,07	5,01
2012	-81,04	-74,23	-91,99	-21,10	-20,2
2013	-75,92	-53,87	-88,45	-7,04	-7,40
2014	-69,53	-32,74	-79,85	19,83	-2,24

Tabela 8 - Taxas de variação face a 2003 (em %)

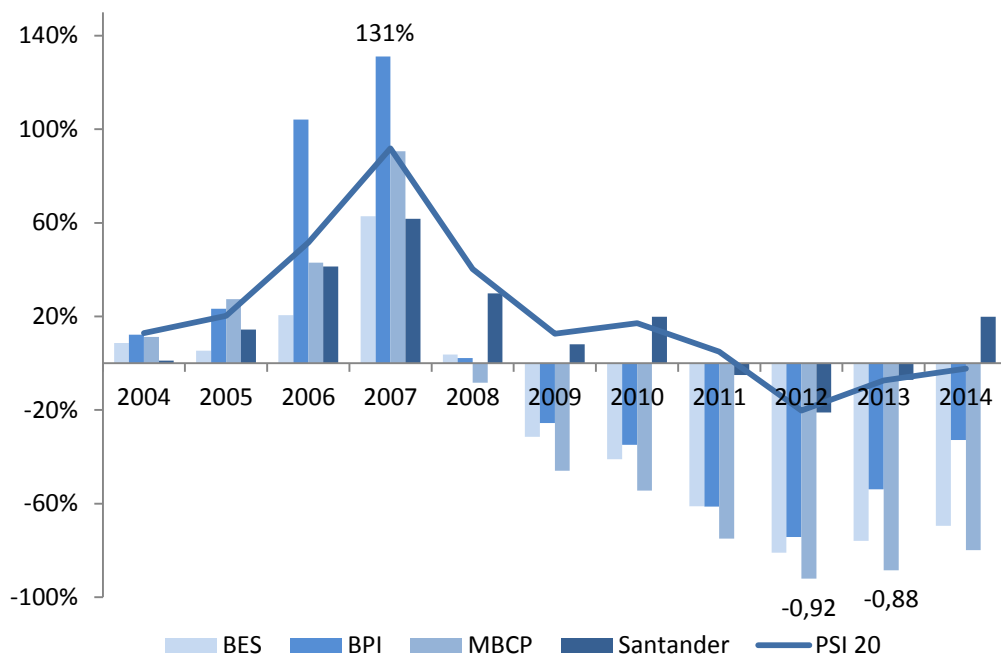


Gráfico 4 - Taxas de variação face a 2003 (em %)

6.3 DADOS ECSI

6.3.1 População alvo e amostra

Os dados usados para estimar os índices de satisfação e lealdade resultam de cerca de 250 entrevistas telefónicas anuais através da geração aleatória de números de telefone móveis.

São considerados elegíveis os indivíduos com 18 anos ou mais e com experiência de consumo mínima de 6 meses. Depois de selecionado, o indivíduo é classificado como cliente da empresa se corresponder a um conjunto de critérios de qualificação. Caso seja cliente de vários bancos é considerado aquele com o qual teve uma relação mais intensa durante o período de referência.

Em cada sector de actividade para o qual o ECSI produz resultados, o número de empresas a figurar no índice varia em função da estrutura do mercado e do seu nível de concentração. A selecção das empresas pretende garantir um nível elevado de cobertura do sector, por isso as empresas com maiores quotas de mercado são automaticamente seleccionadas, sem prejuízo de todas as outras que pretendam participar no projecto.

As maiores empresas são identificadas pelo nome e as outras são agrupadas. No caso do sector bancário incluem-se vários bancos sendo no entanto apenas 4 aqueles que estão simultaneamente cotados em bolsa nacional e podem por isso fazer parte deste estudo: BES, BPI, MBCP e Santander.

De modo a garantir a representatividade da amostra foi adoptado um conjunto de regras (Vilares e Coelho, 2005).

- Não existe substituição do indivíduo seleccionado. No caso de não estar disponível, são feitas três tentativas em dias e horas diferenciados, após as quais o indivíduo é classificado como “não resposta”.
- No caso do número de telefone pertencer a uma empresa não é realizada qualquer entrevista.
- O mesmo cliente pode ser entrevistado sobre duas ou mais empresas de diferentes sectores de actividade, mas nunca sobre mais do que uma empresa do mesmo sector.
- Só são considerados válidos os questionários com o mínimo de setenta por cento das questões respondidas.

6.3.2 Método de estimação⁴⁵

O modelo inclui as equações do modelo estrutural e do modelo de medida. É usado o método dos mínimos quadrados parciais (PLS-Partial Least Squares), vocacionado para este tipo de modelos.

As principais dificuldades de estimação deste modelo derivam de três factores:

- A presença de variáveis latentes que não são observadas.
- A distribuição de frequências das variáveis de medida não é, na maioria das vezes, simétrica, não obstante se ter adoptado uma escala de variação de um a dez (em vez de uma escala de menor amplitude).
- A existência de multicolinearidade entre os valores das variáveis de medida.

O modelo é estimado separadamente para cada empresa, calculando-se os índices das variáveis latentes e os coeficientes de impacto, (que quantificam as relações entre estes índices), os coeficientes do modelo de medida e os pesos dos indicadores associados a cada variável latente.

As margens de erro associadas à estimação dos parâmetros do modelo e aos diversos índices são obtidas por técnicas de Jackknife. A estimação do modelo disponibiliza medidas de precisão da estimação, como os desvios padrão dos coeficientes do modelo e as margens de erro associadas aos índices.

6.3.3 Estatísticas descritivas

Foram usados dados referentes ao período 2003 – 2014. Para cada ano são calculados 2 índices, um para a “Satisfação” outro para a “Lealdade”, com base na agregação de outras variáveis:

- Para a satisfação:
 - Satisfação global
 - Cumprimento das expectativas
 - Distância ao banco ideal

⁴⁵ Fonte: ECSI-Portugal website

- Para a Lealdade:
 - Intenção de permanecer como cliente
 - Recomendação a amigos e colegas

A satisfação global é a variável onde os clientes melhor pontuam os bancos. Apesar disso, os respondentes parecem reconhecer a existência de alguns aspectos a melhorar já que é na variável “Distância ao banco ideal” que em média os bancos obtêm os piores resultados (Gráfico 5).

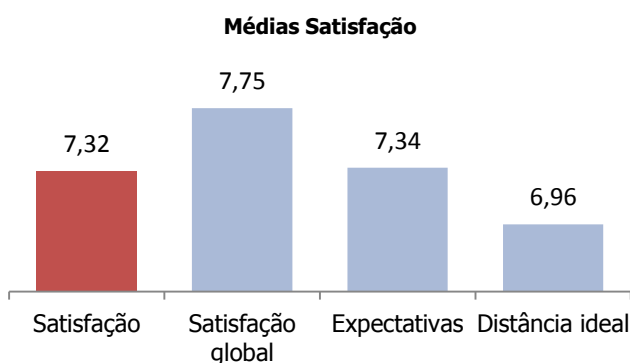
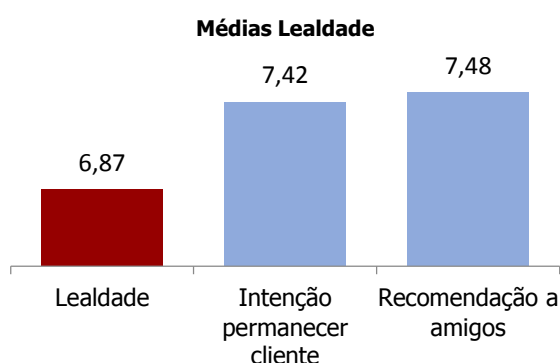


Gráfico 5 - Médias nas variáveis da satisfação



Verifica-se que a Lealdade obtém valores mais baixos que a Satisfação (6,87 face a 7,32). Apesar disso, nas variáveis “Intenção de permanecer cliente” e “Recomendação aos amigos” supera os 7 pontos numa escala de um a dez.

Gráfico 6 – Médias nas variáveis da lealdade

Como se pode verificar nos gráficos seguintes, as variáveis que compõem os índices, quer da satisfação quer da lealdade, seguem aproximadamente a mesma tendência de comportamento aumentando com isso a robustez dos índices. No caso da satisfação verifica-se, por exemplo, que as expectativas acompanham de perto o comportamento da satisfação global, replicando os seus aumentos e descidas no decorrer do período observado.

Verifica-se ainda que todas as variáveis associadas à satisfação e à lealdade têm descidas acentuadas nos seus valores no ano de 2008 com recuperações idênticas no ano seguinte.

Para facilitar a leitura dos gráficos reduziu-se a amplitude da escala visível entre 5 e 9 embora os resultados sejam medidos numa escala de 1 a 10. (Gráficos 7 e 8)

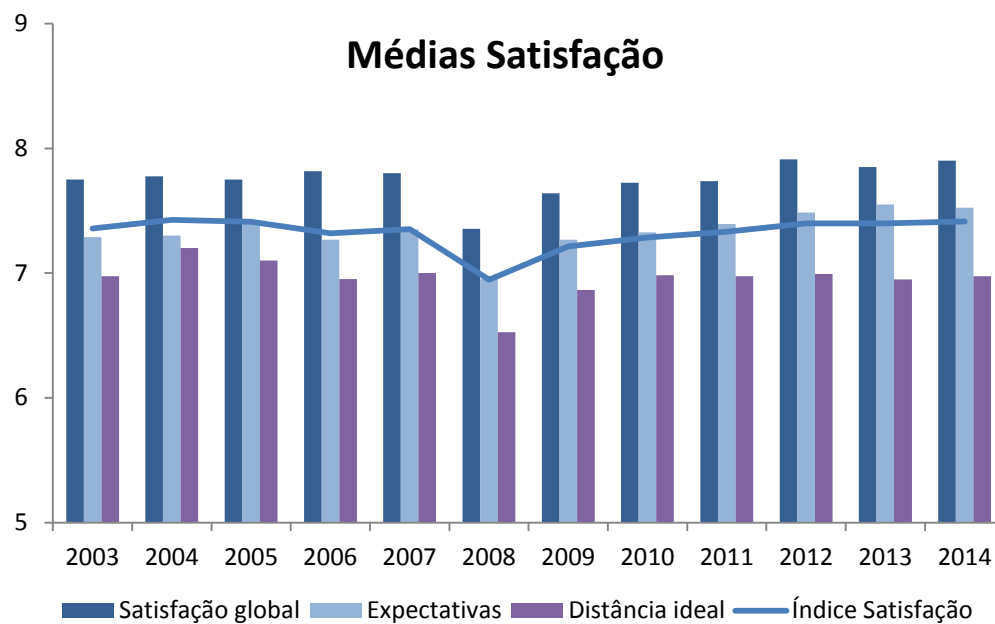


Gráfico 7 - Médias anuais das variáveis que compõem o índice de Satisfação

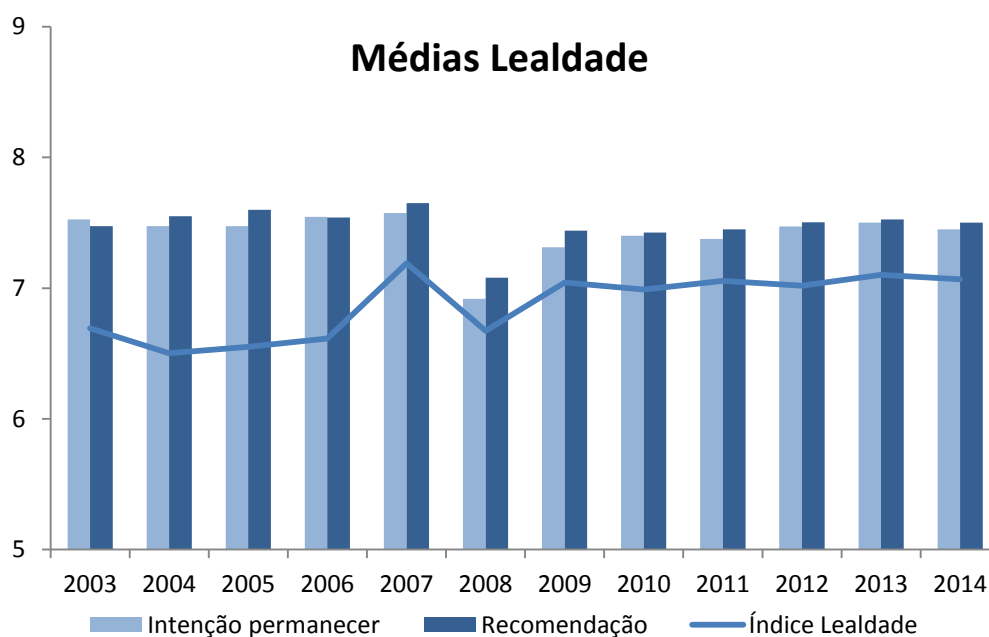


Gráfico 8 - Médias anuais das variáveis que compõem o índice de Lealdade

O gráfico seguinte simplifica os 2 gráficos anteriores e mostra a evolução dos Índices de Satisfação e Lealdade entre 2003 e 2014:

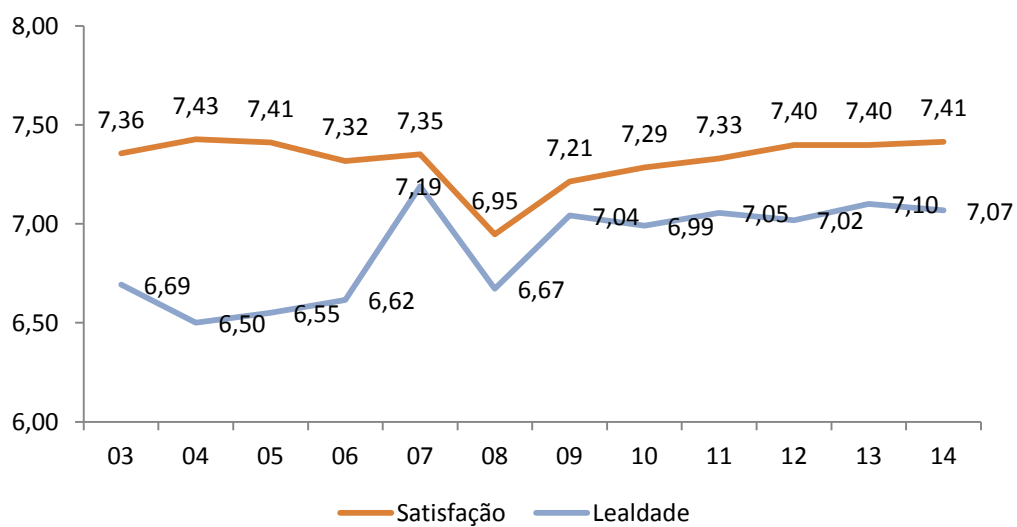


Gráfico 9 - Médias anuais bancos

7. TESTES ESTATÍSTICOS

Em primeiro lugar procurou saber-se se existe correlação entre as cotações médias anuais de fecho dos bancos, e os valores médios anuais do índice PSI20, por cada ano, através de testes de correlação de Pearson. O coeficiente de correlação de Pearson mede a magnitude (intensidade) da relação linear entre duas variáveis quantitativas. Varia entre 1 positivo (associação positiva perfeita) e 1 negativo (associação negativa perfeita), sendo que o zero indica que não há associação entre as duas variáveis.

		BES	BPI	MBCP	Santander
PSI 20	Pearson Correlation	0,857	0,904	0,85	0,934
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000
	N	12	12	12	12

Tabela 9 - Correlação de Pearson

Neste caso obtiveram-se valores iguais ou superiores a 0,85 havendo por isso evidência de uma forte correlação entre a variação do valor das acções e a variação do índice PSI20.

Outra forma de perceber o ajustamento das variações anuais dos bancos às variações anuais do mercado é utilizando um modelo de regressão simples. Este modelo indica a parte da variação da cotação das acções dos bancos que é explicada pelo mercado (PSI20).

	BES	BPI	MBCP	Santander
Coeficiente de determinação	0,734	0,817	0,722	0,872
Standard Error	0,8058	0,6574	0,1678	0,4731
Observations	12	12	12	12
P-value	0	0	0	0

Tabela 10 - Parâmetros de ajustamento da Regressão

Os resultados obtidos seguem a lógica já verificada nos indicadores anteriores, i.e., a maior parte da variação das cotações dos bancos decorre das variações do mercado (PSI20). O caso do Santander é o mais significativo onde se verifica que mais de 87% da sua variação anual é explicada pela variação do índice PSI20.

Partindo do pressuposto de que grande parte da variação do valor das acções depende da variação ou tendência do mercado importa saber se a satisfação dos clientes também tem alguma contribuição na variação do valor das acções, e se sim em que medida.

Um dos objectivos do trabalho é por isso perceber se é possível estabelecer uma relação de causa-efeito entre as variações dos bancos nos índices de satisfação e a oscilação do preço das

suas acções no PSI20 e se existem diferenças na relação de causalidade para cada banco individualmente.

Foram formuladas várias hipóteses estatísticas:

H1: Existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções.

H1: A satisfação do cliente está associada a um aumento da cotação das acções.

H0: A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções.

Para responder a estas questões foram utilizados vários testes estatísticos. Primeiro foi testada a correlação de Pearson para verificar a (intensidade da) associação entre Satisfação e Preço das acções, contudo sem resultados estatisticamente significativos, quer em teste bilateral ou unilateral.

O teste bilateral é mais exigente do ponto de vista estatístico porque divide metade do alfa de forma a testar a significância estatística em 2 direcções. Ou seja, um nível de significância de 0,05 significa um erro de apenas 0,025 para cada lado da distribuição estatística.

Apesar disso, é mais completo que o teste unilateral uma vez que testa a possibilidade de existir uma relação em 2 direcções, ou seja, neste caso, em que estamos a comparar a relação entre a satisfação e o preço das acções, com o teste bilateral assumimos que a relação pode ser positiva ou negativa, i.e. quando a satisfação aumenta o valor das acções também aumenta, ou quando a satisfação aumenta o valor das acções diminui.

Usando o teste unilateral todo o alfa testa a significância estatística numa única direcção, significando um erro de 0,05 mas ignorando a possibilidade de existir uma relação na outra direcção.

Neste caso, e uma vez que não foi possível obter significância estatística com o teste bilateral, optou-se pelo teste unilateral partindo do pressuposto que a relação seria positiva (quando a satisfação aumenta o valor das acções também aumenta), contudo e uma vez mais, a H0 não foi rejeitada, ou seja, não fica provada a associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções usando o coeficiente de correlação de Pearson. Os resultados por cada banco são:

BES:

$r = -0.319$, $n = 12$, $p = 0.312$

BPI:

$r = 0.382$, $n = 12$, $p = 0.221$

MBCP:

$r = 0.06$, $n = 12$, $p = 0.852$

Santander:

$r = -0.238$, $n = 12$, $p = 0.457$

		BES_Sat	BPI_Sat	MBCP_Sat	Santander_Sat
BES_acções	Pearson Correlation	-0,319			
	Sig. (2-tailed)	0,312			
	N	12			
BPI_acções	Pearson Correlation		0,382		
	Sig. (2-tailed)		0,221		
	N		12		
MBCP_acções	Pearson Correlation			0,06	
	Sig. (2-tailed)			0,852	
	N			12	
Santander_acções	Pearson Correlation				-0,238
	Sig. (2-tailed)				0,457
	N				12

Tabela 11 - Correlação de Pearson

Reportando ao primeiro conjunto de hipóteses a testar, podemos concluir que, uma vez não rejeitada a H_0 , não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções.

Posteriormente foram usados os modelos de regressão linear univariado e bivariado de forma a perceber, no primeiro caso, o impacto isolado da satisfação dos clientes na variação da cotação das acções (figura 7) e, no segundo caso, o contributo da satisfação juntamente com outras variáveis independentes na explicação da variável dependente (figura 9).

São utilizados 3 modelos de regressão linear, um modelo simples e 2 modelos de regressão múltipla.

7.1 REGRESSÃO LINEAR SIMPLES

A análise de regressão simples identifica a relação entre duas variáveis quantitativas: uma dependente, cujo valor deverá ser previsto e uma independente ou explicativa. É dada pela equação:

$$Y = \alpha + \beta x + \varepsilon$$

onde:

Y é a variável dependente (preço das acções);
 x a variável independente (satisfação dos clientes);
 α é o valor da variável dependente quando $x=0$;
 β é o valor da mudança na variável dependente por cada acréscimo unitário em x mantendo as outras variáveis constantes;
 ε são os erros ou parte do modelo não explicada pela variável independente;

O esquema para a regressão linear simples é o seguinte:

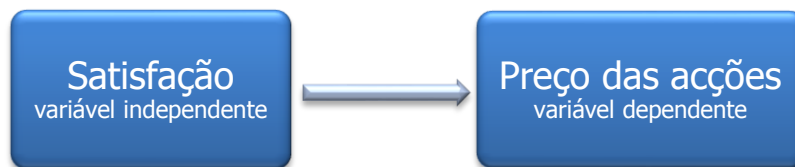


Figura 7 – Esquema para o teste de regressão linear

Pressupostos:

Para verificar os pressupostos da regressão é necessário analisar os resíduos, i.e., a diferença entre valores observados e estimados:

- 1 - As variáveis aleatórias residuais devem ter valor esperado nulo, ou seja, o pressuposto é verificado quando a média dos resíduos é aproximadamente zero;
- 2 - A variância das variáveis aleatórias residuais é constante. Considera-se que existe homogeneidade das variâncias quando os resíduos mantêm uma distância aproximadamente constante ao eixo horizontal, ou seja, padrão de variabilidade constante em torno de zero (homocedasticidade);
- 3 - As variáveis aleatórias residuais têm distribuição normal, onde:

H0: os erros têm distribuição normal;
H1: os erros não têm distribuição normal;
- 4 - Independência das variáveis aleatórias residuais, i.e., os resíduos não devem estar correlacionados mas resultar de observações independentes. Nas amostras probabilísticas o pressuposto está verificado no entanto deve ser analisado quando os dados têm uma ordenação (série temporal) através do teste Durbin Watson.

Resultados dos pressupostos:

Inicialmente procurou verificar-se a linearidade do fenómeno através do diagrama de dispersão. O gráfico de dispersão permite identificar empiricamente não só a relação entre duas variáveis como também a intensidade da possível relação. Os diagramas seguintes mostram a relação

entre a satisfação dos clientes de cada banco (eixo das abscissas X) e a variação do valor de fecho das ações (eixo das ordenadas Y).

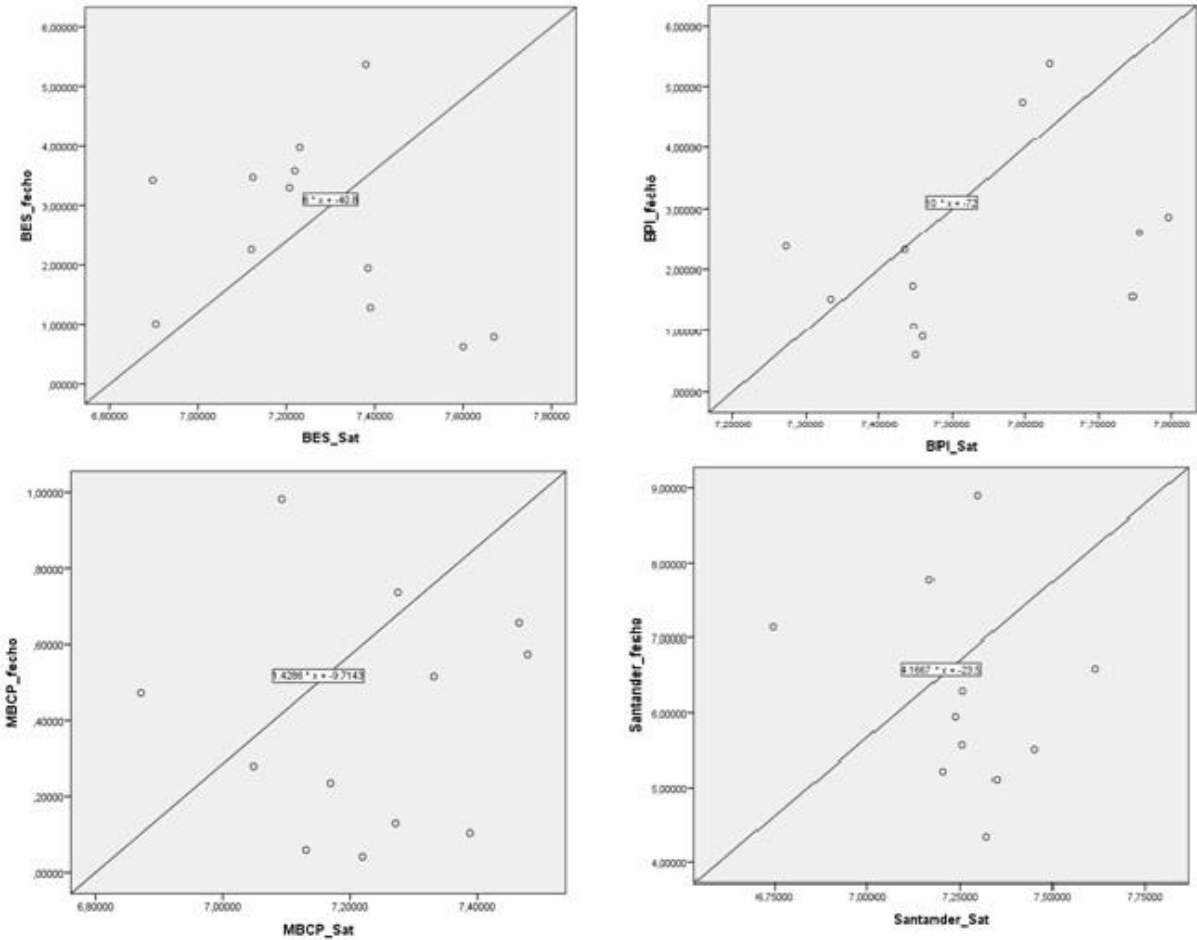


Figura 8 - Diagramas de dispersão

Como observado pela dispersão dos pontos no espaço, não se encontra linearidade para o fenómeno em nenhum dos diagramas.

1 - Em relação ao pressuposto que as variáveis aleatórias residuais devem ter valor esperado nulo, foram extraídas as estatísticas descritivas dos resíduos onde pode ser verificada a média para todos os bancos:

Residuals Statistics						
	Mean BES	Mean BPI	Mean MBCP	Mean Santander	N (BES)	N
Predicted Value	2,7289866	2,3050462	,3986769	6,2475527	11	12
Residual	,00000000	,00000000	,00000000	,00000000	11	12
Std. Predicted Value	,000	,000	,000	,000	11	12
Std. Residual	,000	,000	,000	,000	11	12

Tabela 12 - Estatísticas aos resíduos

2 - O segundo pressuposto de que a variância dos resíduos deve ser constante não foi verificado. Analisaram-se os gráficos de dispersão dos resíduos e concluiu-se que não mantêm distância uniforme em torno de zero.

3 - Em relação ao terceiro pressuposto foram feitos testes de normalidade Kolmogorov-Smirnov aos resíduos para perceber se seguem uma distribuição normal. Uma vez que $p > 0,05$ a H_0 não foi rejeitada assumindo-se por isso que os erros têm distribuição normal.

4 – Pressuposto de Durbin-Watson: Os valores oscilam entre 0,6 (BES) e 1,93 (Santander). No primeiro caso existe autocorrelação das variáveis aleatórias residuais, nos restantes casos podemos dizer que o teste é inconclusivo ou não existe autocorrelação das variáveis.

Resultados das regressões lineares simples:

A regressão incide sobre o horizonte temporal 2004-2014 (anos completos), no entanto, no caso do BES foi retirado o último ano de observação (2014) uma vez que as acções deixaram de ser comercializadas em Agosto de 2014 e a satisfação dos clientes foi medida no final desse ano. Uma vez que as acções foram retiradas do mercado sem qualquer aviso prévio, os seus resultados não sofreram qualquer impacto decorrente dos problemas financeiros que o banco estava a passar. Ao contrário da satisfação dos clientes, que ao ser medida algum tempo depois, já reflecte os acontecimentos negativos associados ao banco.

	BES	BPI	MBCP	Santander
Coeficiente de correlação R	0,571	0,382	0,06	0,238
Coeficiente de determinação (R ²)	0,325	0,146	0,004	0,057
SIG para teste F	0,06	0,221	0,852	0,457
SIG para teste t "Constante"	0,048	0,264	0,932	0,248
SIG para teste t "Satisfação"	0,067	0,221	0,852	0,457

Tabela 13 - Parâmetros de ajustamento da Regressão

Como se pode verificar pelos resultados da tabela, em nenhum dos casos se encontrou um modelo significativo ($p > 0,05$ no teste F), ou seja, o modelo linear não é adequado para explicar a relação entre as 2 variáveis.

Por sua vez, o teste t aos parâmetros também revelou que nenhum deles é significativamente explicativo do modelo ($p > 0,05$).

Com base nestes testes não se refuta a H_0 , ou seja, não fica provada a existência de correlação entre a satisfação e o valor das acções.

7.2 REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Através da regressão linear múltipla é possível quantificar o efeito de várias variáveis sobre a variável dependente, eliminando o efeito das restantes. Neste caso a variável que se pretende explicar é a variação do preço de fecho das acções para os 4 bancos em observação. As variáveis que podem contribuir para esta variação são a satisfação dos clientes de cada banco e a variação da cotação das acções do índice PSI20.

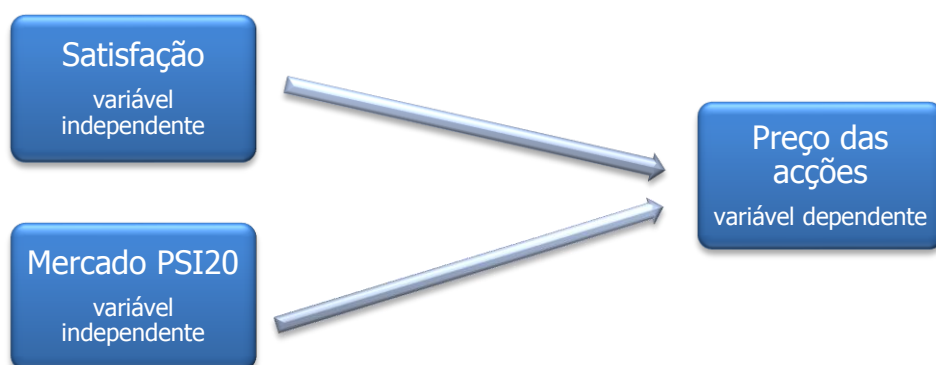


Figura 9 - Esquema para o teste da regressão linear múltipla

Foi usado o método “Enter” para estruturação do modelo, no qual todas as variáveis entram simultaneamente, independentemente de serem significativas ou não.

O modelo usado, com 2 variáveis independentes, explica mais de 70% da variação total da variável dependente nos 4 casos. Pode considerar-se um modelo robusto, dado que apenas 15 a 30% da variação não é explicada pelas variáveis independentes. O modelo é ajustado, $p < 0,01$ nos testes F, sendo que pelo menos uma das variáveis tem efeito explicativo na variância do preço das acções.

Resultados das regressões lineares múltiplas:

	BES	BPI	MBCP	Santander
Coefficiente de correlação R	0,899	0,942	0,919	0,943
Coefficiente de determinação (R2)	0,808	0,887	0,844	0,889
R2 ajustado	0,760	0,862	0,809	0,865
SIG F	0,001	0,000	0,000	0,000

Tabela 14 - Parâmetros de ajustamento da Regressão

Face ao modelo de regressão utilizado anteriormente no PSI20 (ver tabela 10) podemos concluir que o modelo com 2 variáveis explicativas tem melhor ajustamento para explicar a variável dependente.

Recorde-se que o mesmo modelo apenas com a variável PSI20 e excluindo a variável satisfação explicava um pouco menos da variação do preço de fecho das acções. A tabela 15 refere-se ao incremento do poder explicativo quando usadas as 2 variáveis:

	BES	BPI	MBCP	Santander
Coefficiente de determinação (R²)	7,4%	7,00%	12,20%	1,70%

Tabela 15 - Ganhos explicativos do modelo

	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			Partial	Part	Tolerance
BES	(Constant)	13,24	8,407		1,575	,154			
	BES_Sat	-2,022	1,099	-,305	-1,839	,103	-,545	-,285	,872
	PSI 20_fecho	,000	,000	,744	4,488	,002	,846	,695	,872
BPI	(Constant)	-19,878	7,248		-2,743	,023			
	BPI_Sat	2,286	,970	,266	2,357	,043	,618	,264	,982
	PSI 20_fecho	,001	,000	,869	7,685	,000	,932	,861	,982
MBCP	(Constant)	-5,267	1,767		-2,981	,015			
	MBCP_Sat	,625	,236	,368	2,648	,027	,662	,349	,899
	PSI 20_fecho	,000	,000	,967	6,961	,000	,918	,917	,899
Santander	(Constant)	-5,020	5,670		-,885	,399			
	Santander_Sat	,882	,746	,142	1,183	,267	,367	,131	,852
	PSI 20_fecho	,001	,000	,988	8,223	,000	,939	,912	,852

Tabela 16 - Estatísticas do modelo de Regressão

Verifica-se que em 2 casos a variável satisfação dos clientes não têm efeito significativo sobre a variável dependente, para um nível de significância de 0,05, é o caso da do BES ($t = -0,839$, $p = 0,103$) e da satisfação dos clientes do banco Santander ($t = 1,183$, $p = 0,267$).

Das restantes variáveis, é possível verificar que, mantendo as outras variáveis constantes, o aumento de uma unidade do nível de satisfação do BPI provoca o aumento de 2,28 euros na cotação das suas acções e o aumento de uma unidade no nível de satisfação do banco MBCP provoca o aumento de 0,63 cêntimos no valor das acções deste banco.

No que diz respeito ao contributo comparado de cada variável, observado a partir dos R semi-parciais verifica-se que todas as variáveis, à excepção da Satisfação do BES, se relacionam positivamente com a variável dependente. As correlações parciais e semiparciais ajudam a avaliar a importância relativa das variáveis independentes na variável dependente. Indicam quanto cada variável *per se* contribui para o total da R^2 . “Part” refere-se ao coeficiente semiparcial (sr). Quando se elevam os coeficientes semiparciais ao quadrado (sr^2) obtém-se a

dimensão da variação em R^2 quando aquela variável é adicionada ao modelo, ou por outras palavras, qual seria a diminuição do R^2 caso essa variável fosse retirada do modelo.

Verifica-se que em todos os casos é a variável PSI20 que tem o maior poder explicativo isoladamente. No caso do MBCP e do Santander atinge mais de 80% de poder explicativo dentro do modelo ($p=0,02$).

As variáveis da satisfação têm menor poder explicativo, no entanto no MBCP 12% da variação da cotação das acções deve-se à satisfação dos clientes.

Os coeficientes de correlação parciais “Partial” (pr) quando elevados ao quadrado (pr^2) indicam quanto da variação da variável dependente, que não é estimada pelas outras variáveis explicativas, é estimada por esta variável. No caso do MBCP, da variação da cotação das acções não explicada pela regressão da VD no PSI20, a satisfação explica 43%, ou seja, da variação que faltava explicar após introduzida a variável do mercado, a satisfação tem uma contribuição de 43%.

Para o BPI a satisfação adiciona 38% de poder explicativo à variação que ficou por explicar após a regressão com a variável do PSI20.

Tal como a regressão linear simples, também a regressão múltipla deve respeitar os mesmos pressupostos e ainda verificar a independência das variáveis explicativas de forma a controlar o efeito de multicolinearidade. Este diagnóstico é feito através dos testes de tolerância ou VIF.

A tolerância verifica em que medida cada variável independente é explicada pelas outras. Varia entre 0 e 1, significando o zero alto grau de multicolinearidade e o 1 nenhuma correlação.

Neste caso os valores da tolerância são bastante elevados significando que praticamente 90% de uma variável é explicada pela outra, como já tinha sido verificado nos testes de correlação de Pearson (p. 77).

Usando o modelo de regressão linear com 2 variáveis explicativas obtêm-se os seguintes resultados por cada banco:

BES:

O modelo preditivo com 2 variáveis é significativo $F(2, 9)$, 13.870, $p=.002$ e explica 70% da variância $R^2a=.701$.

Verificou-se também que a variável satisfação não foi considerada significativa neste modelo ($\beta = -.919$, $p<.404$). Por este motivo a H_0 que diz que não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções não foi refutada, assim como a hipótese: A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções.

BPI:

O modelo preditivo com 2 variáveis é significativo $F(2, 9)$, 35.332, $p=.000$ e explica 86% da variância $R^2a=.862$.

Verificou-se também que a variável satisfação foi considerada significativa neste modelo ($\beta = 2.28$, $p=.043$). Assim sendo, a H_0 que diz que não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções foi refutada, ou seja, existe associação entre a satisfação dos clientes e a variação do preço das acções do banco

O valor positivo do β permite-nos também refutar a H_0 do segundo conjunto de hipóteses que defende que: “A satisfação do cliente não está associada a um aumento da cotação das acções”

Ficou provado que o aumento de uma unidade na satisfação corresponde ao aumento de 2,28€ no valor da cotação das acções.

A hipótese: “A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções” também foi refutada uma vez que também a variável PSI20 demonstrou ser significativa ($p < .01$) embora o seu efeito seja bastante reduzido ($\beta = .001$).

MBCP:

O modelo preditivo com 2 variáveis é significativo $F(2, 9)$, 24.333, $p = .000$ e explica 80% da variância $R^2 = .809$.

Verificou-se também que a variável satisfação foi considerada significativa neste modelo ($\beta = .625$, $p = .027$). Assim sendo, a H_0 que diz que não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções foi refutada, ou seja, existe associação entre a satisfação dos clientes e a variação do preço das acções do banco.

O valor positivo do β permite-nos também refutar a H_0 do segundo conjunto de hipóteses que defende que: “A satisfação do cliente não está associada a um aumento da cotação das acções” Ficou provado que o aumento de uma unidade na satisfação corresponde ao aumento de 0,63€ no valor da cotação das acções.

A hipótese: “A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções” também foi refutada uma vez que também a variável PSI20 demonstrou ser significativa ($p < .01$) embora o seu efeito seja perto de zero ($\beta = .000$).

Santander:

O modelo preditivo com 2 variáveis é significativo $F(2, 9)$, 36.110, $p = .000$ e explica 86% da variância $R^2 = .865$.

Verificou-se também que a variável satisfação não foi considerada significativa neste modelo ($\beta = .882$, $p < .267$). Por este motivo a H_0 que diz que não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções não foi refutada, assim como a hipótese: A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções.

Regressão bivariada com desfasamento temporal da satisfação

Seguindo os autores que referem que os efeitos da satisfação só se reflectem no valor das acções algum tempo depois, analisámos a correlação entre a satisfação dos clientes para o ano t e o valor das acções no ano imediatamente seguinte ($t + 1$).

Utilizando novamente 2 variáveis (Satisfação e PSI20) verifica-se que os modelos são ajustados e explicam entre 68% (BES) a 95% (Santander) da variação das acções.

A satisfação mostrou-se estatisticamente significativa no BPI e no MBCP ($p < 0.05$). (tabela 17)

As acções do BPI sobem 2,89€ por cada aumento de uma unidade na satisfação dos clientes e no caso do MBCP as acções sobem 0,76€. (tabela 18)

	BES	BPI	MBCP	Santander
Coeficiente de correlação R	0,862	0,952	0,906	0,98
Coeficiente de determinação (R2)	0,744	0,907	0,821	0,961
R2 ajustado	0,680	0,884	0,777	0,951
SIG F	0,004	0	0,01	0

Tabela 17 - Parâmetros de ajustamento da Regressão

	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			Partial	Part	Tolerance
BES	(Constant)	4,464	9,245		,483	,642			
	BES_Sat	-,854	1,190	-,145	-,718	,493	-,246	-,128	,782
	PSI 20_fecho	,001	,000	,785	3,877	,005	,808	,694	,782
BPI	(Constant)	-25,555	8,035		-3,180	,013			
	BPI_Sat	2,891	1,023	,336	2,826	,022	,707	,305	,824
	PSI 20_fecho	,001	,000	1,043	8,774	,000	,952	,947	,824
MBCP	(Constant)	-6,489	2,676		-2,425	,042			
	MBCP_Sat	,768	,346	,466	2,220	,057	,617	,332	,506
	PSI 20_fecho	,000	,000	1,171	5,574	,001	,892	,833	,506
Santander	(Constant)	-3,409	5,820		-,586	,574			
	Santander_Sat	,590	,738	,091	,799	,447	,272	,056	,376
	PSI 20_fecho	,001	,000	1,051	9,191	,000	,956	,644	,376

Tabela 18 - Estatísticas do modelo de Regressão

Regressão bivariada com Lealdade

Em substituição da variável “satisfação” foram também testadas regressões bivariadas com as variáveis “Lealdade” e PSI20.

Os resultados indicaram que nenhum dos modelos é significativo ($p > 0,05$ no teste F), excepção para o BPI onde $p = 0,01$.

8. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Como identificado no primeiro capítulo deste trabalho, os objectivos passavam por identificar:

- Se existe uma relação causal entre a variação dos índices de satisfação e o preço das acções no PSI20;
- Se existem diferenças na relação de causalidade para cada banco individualmente;
- O possível efeito moderador de outra(s) variáveis na relação entre satisfação e cotação das acções;

Para este efeito foram utilizados vários testes de dependência e correlação, nomeadamente coeficiente de correlação de Pearson e modelos de regressão linear, simples e múltipla. De forma a validar estatisticamente os resultados para o problema foram formuladas várias hipóteses:

H0: Não existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções.

H1: Existe associação entre a satisfação do cliente e a cotação das acções.

H0: A satisfação do cliente não está associada a um aumento da cotação das acções.

H1: A satisfação do cliente está associada a um aumento da cotação das acções.

H0: A satisfação do cliente é a única variável a ter impacto na cotação das acções.

H1: A satisfação do cliente não é a única variável a ter impacto na cotação das acções.

Dos resultados obtidos concluiu-se que existe uma forte associação e dependência da variação do preço das acções face à variação do mercado (PSI20) e que esta associação é maior nos bancos Santander ($r=87\%$) e BPI ($r=82\%$). No BES e no MBCP a dependência face às variações do PSI20 é menor mas igualmente significativa ($r\approx 70\%$).

Concluiu-se também que, isoladamente, a satisfação dos clientes não tem relação com a variação do preço das acções [$(p>0.05)$ e diagramas de dispersão].

Quando introduzimos a variável mercado (PSI20) na regressão da satisfação sobre o preço das acções verifica-se que o modelo ganha poder explicativo face ao modelo simples usado na regressão do mercado (PSI20) sobre o preço das acções, o que significa que quando associada ao mercado a satisfação adiciona poder explicativo ao modelo, sobretudo no caso do MBCP (+12%).

Verifica-se que a variável mercado (PSI20) contribui em maior escala para a explicação do modelo e a variável Satisfação só é significativa no BPI ($sr^2 = 6\%$; $p < 0.05$) e MBCP ($sr^2 = 12\%$; $p < 0.05$).

A variável “satisfação”sozinha não demonstrou efeito em nenhum dos 4 bancos mas quando associada ao mercado passou a ser significativa em 2 bancos, BPI e MBCP.

9. CONCLUSÕES

Este estudo partiu da constatação de outros estudos de que existiriam relações positivas entre a satisfação dos clientes e os indicadores económico-financeiros das empresas.

Também referido por vários estudos é o facto dos activos intangíveis, (valor da marca, métricas de satisfação, retenção, lealdade etc.), desempenharem um papel fundamental na performance das empresas, sobretudo em contextos sectoriais muito competitivos. É por isso natural que o mundo corporativo dedique cada vez mais importância à satisfação dos clientes, investindo quantias consideráveis nas áreas consideradas determinantes no aumento da satisfação.

Contudo, são também conhecidos casos de investimentos que não trouxeram retorno, obrigando-nos a reequacionar a verdadeira eficácia dos investimentos e a quantificar com a maior precisão possível a dimensão dos retornos que resulta dos aumentos da satisfação.

Reportando-nos ao contexto nacional da última década, analisámos 4 instituições bancárias e correlacionámos os seus índices de satisfação, tal como medidos pelo ECSI-Portugal, com a variabilidade do preço das suas acções em bolsa, para a década 2004-2014. Concluiu-se que, isoladamente, a satisfação dos clientes não demonstra qualquer efeito na variação do preço das acções⁴⁶.

Podemos sugerir várias explicações para este facto. Desde logo o facto dos resultados do ECSI não serem mediatizados em larga escala e não chegarem a um auditório alargado de investidores e/ou potenciais investidores que poderiam refletir, nas suas carteiras, as informações relativas à satisfação dos clientes. Além disso, e como vimos, os índices de satisfação medem sempre experiências passadas, fazendo deles indicadores menos relevantes para os analistas de mercado e gestores de carteira que privilegiam fontes de informação que avançam dados que só mais tarde surgem refletidos no ECSI. Muitas vezes, a informação sobre a satisfação do cliente já está incluída nos outros indicadores sendo por isso expectável muito antes da publicação dos índices.

Neste caso, ao optarmos por fazer um estudo com médias anuais anulámos o enviesamento causado pelos diferentes *timings* com que a informação chega aos intervenientes e que faz com que não haja uma tradução imediata e simultânea do índice no comportamento dos investidores e analistas.

Podemos ainda propor outra explicação para o facto da satisfação dos clientes não ter demonstrado efeito directo na oscilação do valor das acções e que está relacionada com o facto do mercado bancário português ser relativamente cristalizado e os clientes optarem por não mudar de banco mesmo manifestando alguma insatisfação. Assumimos que os clientes são mais conservadores no que respeita a serviços bancários do que em relação a outros serviços considerados menos “institucionais”. Provavelmente os clientes preferem usar outros atributos,

⁴⁶ Nos modelos de regressão simples não existe significância estatística na relação da Satisfação com a variação do preço das acções. No modelo de regressão com 2 variáveis "Satisfação" e PSI20" a Satisfação passa a ser significativa para o BPI e MBCP.

como o preço, proximidade do serviço, serviços conjuntos (crédito à habitação, conta ordenado, etc), como factores mais determinantes da decisão de permanecer ou não na instituição.

Quanto à percepção se existem diferenças na relação “Satisfação → Preço das acções” para cada banco individualmente verificámos que, quando usamos um modelo de regressão com 2 variáveis (PSI20 e Satisfação), a satisfação dos clientes passa a ter efeito positivo significativo no BPI e MBCP e o seu aumento provoca o aumento da cotação das suas acções.

O que significa que nestes 2 bancos as variações na satisfação dos clientes parecem estar correlacionadas com a variação do preço das acções, sendo por isso, pelo menos para estes 2 bancos especialmente relevante atender às percepções e comportamentos dos clientes.

No caso do MBCP 12% da variação da cotação das acções deve-se à satisfação dos clientes, no BPI o efeito é de aproximadamente 7%.

Como apontado por autores⁴⁷ referidos neste estudo, as condições económicas também têm um papel nesta relação, sendo que contextos económicos desfavoráveis podem fazer com que mesmo os clientes muito satisfeitos tenham menor capacidade aquisitiva e os resultados financeiros das empresas sejam afectados por esta condição.

Deste estudo percebeu-se ainda que existe uma forte associação e dependência da variação do preço das acções face à variação do índice PSI20 e que varia entre 87% Santander e 70% no BES e no MBCP.

Não podemos obviamente negligenciar o facto de que a performance financeira pode ser resultado de vários factores que não apenas a melhoria dos níveis de satisfação. A publicidade, as políticas de preços (promoções, descontos), os factores económicos ou de gestão, os factores políticos, a intensidade e nível de competição do mercado etc., são factores muito poderosos na determinação daquele que será o valor financeiro do banco e consequentemente do seu desempenho no mercado de capitais.

A realização deste trabalho pretendeu trazer algum conhecimento sobre uma área cada vez mais premente no mundo empresarial. A competitividade dos mercados bancários e os contextos económico e financeiros cada vez mais restritivos obrigam a gestão das empresas a definir com maior precisão os factores críticos de sucesso. Neste sentido, também o marketing tem um papel a desempenhar e deve redefinir as suas políticas e estratégias de forma a somar valor ao activo mais importante das empresas: os clientes.

⁴⁷ Bernhardt et.al., 2000

10.LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Durante a realização deste trabalho, que implicou numa primeira fase a revisão da literatura, verificámos que apesar de existirem muitos estudos a relacionar a satisfação dos clientes com indicadores económicos e financeiros das empresas, existem muito poucos a estabelecer a mesma relação com a variação do preço das acções em bolsa. Verificou-se ainda que a quase totalidade dos estudos se reporta à realidade americana onde o índice de satisfação (ACSI) tem um impacto e um mediatismo muito superior ao índice homólogo europeu e português. Este factor faz com que os resultados alcançados sejam naturalmente diferentes, resultantes de realidades diferentes. Além disso, não se encontrou na literatura publicada, nenhum estudo similar realizado sobre a realidade portuguesa impedindo-nos de estabelecer pontos de contacto ou referência com os quais pudéssemos efectuar comparações.

Este estudo faz uma intersecção do marketing com as finanças e contabilidade das empresas sendo por isso uma óbvia limitação para todos aqueles que são oriundos de apenas umas das áreas de estudo, pela necessidade de compreender e analisar a outra face da relação. Neste caso, podemos referir o esforço adicional que foi necessário para compreender conceitos e noções da economia e finanças, necessários a um melhor entendimento do tema, sobretudo conceitos e técnicas de análise de activos de bolsa.

Partindo do facto que a performance financeira resulta de vários factores que não apenas a melhoria dos níveis de satisfação, as sugestões para trabalhos futuros passam precisamente pelo aprofundamento da análise empreendida neste trabalho, de forma a perceber e controlar outras variáveis que não foram usadas neste estudo e que também são determinantes da volatilidade do preço das acções. Analisando novas variáveis e alargando o horizonte temporal em análise permitirá, por isso, complementar as conclusões deste estudo.

11.BIBLIOGRAFIA

Aksoy L., Cooil B., Groening C., Keiningham T., Yalçin A. (2008). The long-term stock market valuation of customer satisfaction *Journal of Marketing* Vol. 72 Edição pp. 105-122

Anderson, E.W.; Fornell, C. & Mazvancheryl, S. (2004). Customer Satisfaction and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, 68, pp. 172-185

Armstrong, Frank - Fama-French Three Factor Model, Forbes, 23/5/2013
<http://www.forbes.com/sites/frankarmstrong/2013/05/23/fama-french-three-factor-model/2/>

Banco de Portugal 2006, Relatório anual de Contas, Gerência de 2005

Baumann, C., Elliott, G., & Hamin Hamin, (2011). Modelling customer loyalty in financial services:
A hybrid of formative and reflective constructs, *International Journal of Bank Marketing*, Volume 29, pp.247 – 267

Bernhart, K., Donthu, N. & Kennett, P. (2000). A longitudinal analysis of satisfaction and profitability, *Journal of Business Research*, 74 pp. 161-171

Boletins informativos anuais – Associação Portuguesa de Bancos entre 2005 e 2012 – acedido através de http://www.apb.pt/estudos_e_publicacoes/boletim_informativo

Chi, C. & Gursoy, D. (2009). Employee Satisfaction, customer satisfaction and financial performance: An empirical examination, *International Journal of Hospitality Management* 28, pp.245-253

Coelho, P.S. & Vilares, M.J. (2010). Measuring the return of quality investments, *Total Quality Management & Business Excellence*, 21:1 pp. 21-42

Coelho, P.S. & Vilares M.J. (2011). Measuring the return of quality investments on Mobile Telecommunications Network, *Recent Developments in Mobile Communications – A Multidisciplinary Approach*, Intech. Acedido em Dezembro 11, 2013 em:
<http://www.intechopen.com/download/get/type/pdfs/id/24905>

Coelho, P.S., & Vilares, M.J. (2011). A Satisfação e Lealdade do Cliente: Metodologias de Gestão, Avaliação e Análise (2ª ed.). Lisboa: Escolar Editora.

Cooil, B. ; Keiningham, T. L. & Aksoy, L. (2007). A Longitudinal Analysis of customer Satisfaction and Share-of-Wallet: Investigating the Moderating Effect of Customer Characteristics, *Journal of Marketing*, 71, pp.67-83

Danaher, P.J, & Rust, R.T. (1995). Determining the optimal return on investment for an advertising campaign, *European Journal of Operational Research* 95, pp.511-521

Ercis, A.; Unal, S.; Candan, F.B. & Yildirim, H. (2012). The effect of brand satisfaction, trust and brand commitment on loyalty and repurchase intentions, *Procedia – Social and Behavioural Sciences* 58 pp.1395-1404

Eklof J., Hackl P., Westlund A., (1999). On measuring interaction between customer satisfaction and financial results, *Total Quality Management*, vol 10 p. 514-522

Fornell, C., Mithas S., Morgeson III & Krishnan M. S. (2006). Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, Vol. 70, No. 1, pp. 3-14

Fornell, C., Mithas S., Morgeson III (2009). Commentary: The Economic and Statistical Significance of Stock Returns on Customer Satisfaction, *Marketing Science*, 28 (5), pp. 820 – 825.

Fornell, C., Rust, R. T., & Dekimpe, M., (2010). The Effect of Customer Satisfaction on Consumer Spending Growth, *Journal of Marketing Research*, Volume 47, No. 1, pp. 28-35

Gruca, T. & Rego, L. (2005). Customer Satisfaction, Cash Flow and Shareholder Value, *Journal of Marketing* 69, 115-130

Gupta, S. & Zeithaml, V. (2006). Customer Metrics and Their Impact on financial Performance, *Marketing Science*, 25, 718-739

Hampshire, S. Customer satisfaction, loyalty and profit - understanding the links.

Acedido em Dezembro de 11, 2013 em:

http://www.customerfocusconsult.com/articles/articles_template.asp?ID=3

Hasan, S.A, Raheem, S. & Subhani, M.I. (2011). Measuring Customer Delight: A Model for Banking Industry, *European Journal of Social Sciences*, 510-518

Hanssens, D., Rust, R., & Srivastava, R., (2009) Marketing Strategy and Wall Street: Nailing Down Marketing's Impact, Emory University, *Journal of Marketing*, Vol. 73, 115–118

Heskett J., Jones T., Loveman G., Sasser E., & Schlesinger A. (1994). Putting the service-profit chain to work. *Harvard Business Review March-April 1994*, 164-170

Ittner, C. & Larcker, D. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 32, pp349–410

Ittner C., Larcker D., Taylor D., (2009), The Stock Market's Pricing of Customer Satisfaction, *Marketing Science*, 28, 826 - 835.

Jacobson R., Mizik N. (2009). The financial markets and customer satisfaction: Reexamining Possible Financial Market Mispricing of Customer Satisfaction *Marketing Science* 28(5), pp. 810–819, INFORMS

Johnson, M., Gustafsson, Andreassen Cha, L. (2001). The evolution and future of national customer satisfaction index models, *Journal of Economic Psychology*, Volume 22, pp. 217–245

Karniouchina, E., Moore, M. & Cooney, K., (2009). Impact of Mad Money Stock Recommendations: Merging financial and marketing perspectives, *Journal of Marketing*, Volume 73, pp. 244-266

Keiningham,T., Cooil, B., Aksoy, L., Andreassen, T., & Weiner, J., (2007). "The value of different customer satisfaction and loyalty metrics in predicting customer retention, recommendation, and share-of-wallet", *Managing Service Quality: An International Journal*, Volume 17, pp.361 - 384

Keiningham,T., Gupta,S., Aksoy, L., Buoye A., (2014). The high price of customer satisfaction, *Magazine Research feature*

Livne, G., & Simpson, Vidolovska A., & Talmor, Eli, (2011). Do Customer Acquisition Cost, Retention and Usage Matter to Firm Performance and Valuation? *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 3, pp. 334-363

Matos, C.A., Henrique J.L. & Rosa F. Os Efeitos Direto, Mediador e Moderador do Custo de Mudança na Satisfação e Lealdade do Consumidor, *XXXI Encontro da ANPAD, RJ 22-26 Setembro 2007*

Merrin R., Hoffman, A. Pennings, J., (2012) Customer satisfaction as a buffer against sentimental stock-price corrections, Mark Lett (2013) 24:13–27

Morgan, N. A. & Rego L. (2006). The Value of Different Customer Satisfaction and Loyalty Metrics in Predicting Business Performance, *Marketing Science*, Vol. 25, No. 5, pp. 426-439

Ngobo, P. Casta J-F, Ramond O., (2009). Customer Satisfaction and Financial Analysts Earnings Forecast Errors, disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1754604>

Ngobo, P. Casta J-F, Ramond O., (2012). Is customer satisfaction a relevant metric for financial analysts? *Journal of the academy of marketing Sciences* 480-508

O'Sullivan D., Hutchinson MC., O'Connell V., (2009). Empirical evidence of the stock market's (mis) pricing of customer satisfaction *International Journal of Research in Marketing* Vol. 26 Pag154-161

O'Sullivan, D., & McCallig, J. (2009). Does customer satisfaction influence the relationship between earnings and firm value? *Market Letters*, 20, 337–351.

Razak, M.I. et al. (2013). Adaptive of SERVQUAL Model in Measuring Customer Satisfaction towards Service Quality Provided by Bank Islam Malaysia Berhad in Malaysia, *International Journal of business and Social Science*, 4 189-198

Raaij, E., Vernooij, M., & Triest (2002). The implementation of customer profitability analysis: a case study, *Industrial Marketing Management*, Volume 32, pp. 573–583

Rust, R. T.; Zahorik, A.J. & Keiningham, T.L. (1995). Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable, *Journal of Marketing*, 59, 58-70

Rust, R.T.; Lemon, K. & Zeithaml, V. (2004). Measuring Customer Equity and Calculating Marketing ROI. Acedido em Dezembro 15, 2013 em http://www.terry.uga.edu/~rgrover/chapter_28.pdf

Sá, C. A. & Moraes J. R., (2008). O Modelo CAPM. Acedido em Fevereiro de 2015 em <http://carlosalexandres.com.br/artigos-de-financas-gestao-fluxo-de-caixa.htm>

Santos, F. Teixeira. (2001). Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais. A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança, *Centro Cultural de Belém* 15 e 16 de Novembro de 2001

Singh P.K. Pattanayak, J.K. (2014). Linking of Customer Satisfaction with Shareholders' value: A Review, *Global Journal of Finance and Management* ISSN 0975-6477 Volume 6, Number 5 (2014), pp. 403-412

Seal, W., (2010). Managerial discourse and the link between theory and practice: from ROI to value-based management, *Management Accounting Research*, Volume 21, pp. 95–109

Simon, D. & Gómez, M. (2013). Customer Satisfaction, Competition, and Firm Performance: An Empirical Investigation, *Managerial and Decision Economics*, vol 35 pp 371–386

Singh, P. & Pattanayak, J.K., (2014). Linking customer satisfaction with shareholder's value: a review, *Global Journal of finance and management*, volume 6, no. 5, pp. 403-412

Sun, K. & Kim, D. (2013). Does customer satisfaction increase firm performance? An application of American Customer Satisfaction Index (ACSI), *International Journal of Hospitality Management* 35, 68-77

Tuli, K., & Bharadwaj S., (2009). Customer Satisfaction and Stock Returns Risk, *Journal of Marketing*, 73(6), 184-197

Luo X., Homburg C., & Wieseke J. (2010). Customer Satisfaction, Analyst Stock Recommendations, and Firm Value. *Journal of Marketing Research*: December 2010, Vol. 47, No. 6, pp. 1041-1058.

Zacharias, M.L.; Figueiredo, K.F. & Almeida, V.M. (2008). Determinantes da satisfação dos clientes com serviços bancários. Acedido em Dezembro 10, 2013 em:
http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482008000200002&script=sci_arttext